

LE MARCHÉ DES DEVICES

Le marché du change, où s'échangent les créances en dollars canadiens et en devises, assure la liaison entre le système financier canadien et celui des autres pays. Tout comme le règlement des paiements intérieurs exige le concours d'un bon appareil de transfert des créances monétaires d'une personne à une autre, de même le règlement des paiements qui découlent du courant des transactions internationales sur biens, services et créances financières doit s'opérer de façon rapide et commode. L'opération typique sur le marché du change se traduit par l'achat d'une devise au moyen d'une autre. Au Canada, les banques à charte sont les principales institutions financières agissant sur ce marché: à la périphérie se trouvent leurs succursales, qui répondent aux besoins en devises de leurs clients; et au centre est placé le marché inter-bancaire hautement spécialisé, où les banques s'alimentent en devises en traitant les unes avec les autres et avec les autorités¹.

TRANSACTIONS DES BANQUES AVEC LEURS CLIENTS

Les succursales des banques sont prêtes en tout temps à acheter et à vendre des devises pour répondre à la demande et à l'offre qui découlent des transactions internationales de leurs clients dans le domaine du commerce, de l'investissement, de la spéculation, etc. Certaines autres institutions et sociétés assurent aussi des services de devises à

leurs clients, mais toutes obtiennent ces devises par l'intermédiaire des banques. Les banques et certains autres intermédiaires gardent à leurs succursales une certaine quantité d'encaisse en dollars américains et un peu des autres devises principales, ainsi que des chèques de voyage, pour satisfaire la demande de numéraire étranger ou de son équivalent; cependant, comme dans le cas des paiements qui s'effectuent à l'intérieur du pays, la plupart des transactions, notamment presque toutes les grosses, sont réglées par transferts de soldes bancaires plutôt que de billets et de pièces de monnaie. Les clients qui ont besoin de devises pour leurs paiements internationaux achètent des effets tirés sur les soldes que les banques maintiennent dans leurs agences à l'étranger ou auprès de leurs correspondants étrangers, tandis que ceux qui ont des devises à vendre obtiennent des dollars canadiens de leur banque en lui cédant leurs créances contre les banques étrangères. La plupart de ces transactions s'opèrent par «virements télégraphiques», qui sont simplement des ordres donnés à l'agence ou à la banque étrangères d'effectuer les transferts appropriés de soldes bancaires; dans certains cas, cependant, les clients peuvent vouloir acheter ou vendre des traites bancaires en devises. Ainsi, pour donner un exemple bien simple, un importateur canadien paiera son fournisseur de la Nouvelle-Orléans en achetant des dollars américains à la succursale de sa banque et en demandant à celle-ci de donner ordre à son correspondant de les porter au crédit du compte de banque du fournisseur. Si la banque

¹ Nous sommes redevables à monsieur S. Turk pour son étude sur *The Foreign Exchange Market in Canada*, qui décrit plus complètement le fonctionnement de ce marché.

a un correspondant à la Nouvelle-Orléans, elle lui donnera simplement l'ordre d'effectuer le paiement; sinon, elle demandera à son correspondant de, mettons, New York de transférer des fonds à la banque concernée de la Nouvelle-Orléans. Dans les deux cas, la banque canadienne doit surveiller avec soin ses soldes chez ses correspondants afin de s'assurer qu'elle possède les fonds requis pour s'acquitter de son obligation; au besoin, elle achètera elle-même des dollars américains.

Certaines grandes succursales ont leur propre compte de devises auprès de correspondants dans les villes où leurs clients font de grosses affaires; par exemple, les succursales principales à Vancouver peuvent fort bien avoir des comptes dans des banques de Seattle et de San Francisco; mais la plupart des succursales agissent comme agents et achètent ou vendent des devises pour le compte des services des «devises» ou des «négociations» de leur siège social, lesquels détiennent et administrent les principaux soldes de correspondants. Puisque les succursales qui ont des soldes distincts s'adressent au service des négociations pour les devises qui leur manquent, et qu'elles lui transfèrent leurs surplus de devises quand leurs soldes se gonflent, les opérations sur devises de chaque banque se trouvent canalisées vers le service du siège social. En outre, toutes les succursales achètent et vendent les devises aux prix établis par le siège social. Les petites opérations s'effectuent aux prix d'achat et de vente indiqués dans des bulletins quotidiens ou aussi fréquents que l'exigent les variations des cours, mais les grosses transactions s'exécutent aux taux courants du marché, obtenus du service des négociations par communication téléphonique ou télégraphique.

En plus de transiger avec leurs clients pour livraison immédiate des devises, c'est-à-dire sur le marché «au comptant», les banques achètent et vendent des devises pour livraison plus tard, sur le marché «à terme»². La banque qui vend des devises à terme à un client s'engage à remettre

² Les opérations au comptant sur le marché canadien s'exécutent normalement le lendemain de leur négociation, mais les opérations qui appellent livraison dans deux ou trois jours s'exécutent d'habitude au taux du comptant. Les engagements qui portent sur une date plus éloignée s'exécutent aux taux à terme appropriés.

le montant convenu à une certaine date moyennant un prix en dollars canadiens qui est déterminé au moment du contrat. Il ne se fait aucune livraison de fonds avant la date convenue, où alors l'opération sera de forme identique à une opération au comptant, sauf que le prix établi par le contrat peut fort bien différer de celui du marché au comptant à ce moment. C'est ainsi qu'un importateur qui doit faire un paiement en devises dans un délai de trois mois peut déterminer à l'avance le prix qu'il aura à payer pour ses devises quand il devra régler, et que l'exportateur qui doit recevoir un paiement en devises peut fixer à l'avance le montant de dollars canadiens qu'il recevra. En opérant ainsi en «contrepartie», sur les marchés au comptant et à terme, les entreprises peuvent éviter les risques de fluctuations de leurs recettes ou de leurs déboursés dues aux cours du change; l'importateur est assuré de ne pas avoir à payer plus de dollars canadiens que ne le prévoit son contrat à terme, même si le dollar canadien se déprécie considérablement dans l'intervalle, tandis que l'exportateur est assuré de toucher un certain montant en monnaie du pays, même si le dollar canadien augmente de valeur. Certes, l'importateur et l'exportateur renoncent du même coup à la chance de réaliser un bénéfice supplémentaire si la valeur du dollar canadien fluctue dans l'autre sens. Certains de ceux qui ont des recettes ou des engagements en devises couvriront toutes leurs transactions prévues sur le marché à terme afin d'éviter les risques du change, tandis que d'autres n'opéreront jamais à terme et préféreront transiger sur le marché au comptant au fur et à mesure de leurs besoins. Enfin, d'autres s'adressent par intermittence au marché à terme selon leurs prévisions sur l'évolution des cours du change et selon le coût de la contrepartie. Nous avons réuni une certaine quantité de renseignements sur la nature des opérations commerciales qui s'exécutent sur le marché au comptant et sur le marché à terme, et nous en ferons la revue dans la dernière partie du présent chapitre.

On recourt aussi au marché à terme lorsqu'il s'agit de placements outre-frontière. Certaines de ces opérations découlent de recettes et de paie-

ments de nature commerciale; ainsi en est-il quand un exportateur décide de profiter des taux d'intérêt attrayants du marché de New York et d'y placer ses recettes en devises pour, mettons, 90 jours. Afin de parer au risque de change lors de la conversion ultérieure de ses fonds en dollars canadiens, il peut acheter ceux-ci pour livraison dans 90 jours. Si le taux d'un placement aux États-Unis à 90 jours est de 4 p. 100, pendant que le dollar canadien à terme se vend $\frac{1}{4}$ p. 100 en bas du comptant, le placement rapporte environ 5 p. 100 par année en dollars canadiens³. L'exportateur sera attiré par ce placement «avec contrepartie» si son rendement combiné est supérieur au rendement d'un placement comparable qu'il pourrait effectuer au Canada en vendant immédiatement ses dollars américains pour en placer le produit à 90 jours sur le marché canadien. Le même principe de «l'arbitrage du rendement protégé» s'applique aux opérations de placement international à court terme qui n'ont aucun rapport direct avec des recettes et des paiements commerciaux. Ceux qui possèdent des capitaux à placer à court terme les transfèrent d'un marché à un autre, en achetant des devises et en les vendant à terme, si le rendement protégé rend ces transferts attrayants. De même, les emprunteurs à court terme tels que les compagnies de finance sont tentés de s'adresser à l'étranger quand les coûts protégés d'intérêt y sont plus bas qu'au Canada. Ces opérations sur devises qui comportent simultanément une opération au comptant et une opération à terme de sens contraire sont appelées «trocs» pour les distinguer des opérations à terme «pures» qui n'ont pas de contrepartie immédiate au comptant. Un troc consiste essentiellement à faire des échanges de devises au comptant et à terme au même moment, et le prix de la transaction est exprimé en termes de différence entre les deux taux. Les opérations s'exécutent de la façon habituelle; le comptant est livré promptement et le contrat à terme échoit à la date convenue.

³ On parle normalement de la prime ou de l'escompte à terme en fonction de la devise étrangère; dans le cas présent, on dit que la devise à terme commande une prime de $\frac{1}{4}$ p. 100 sur son cours au comptant.

LE MARCHÉ INTERBANCAIRE

Dans le cours de ses transactions avec ses clients, chaque banque ne cesse d'acheter et de vendre des devises, au comptant et à terme, au cours d'opérations «pures» et de troc. Une bonne partie de ces opérations se compensent au sein même de la banque: certaines succursales achètent des devises tandis que d'autres en vendent, et ce ne sont que les achats ou les ventes nets qui influent sur la situation d'ensemble de la banque. Chaque service des négociations cherche à éviter les risques du change que comporte une position à découvert; et il compense par conséquent le plus tôt possible toutes les fluctuations de sa position venant des opérations des succursales. On rétablit sa position soit sur le marché central des devises formé par les services des négociations de toutes les banques canadiennes et des autorités, le marché «interbancaire», ou soit en traitant avec des banques sur les marchés des devises à l'étranger. C'est sur ces marchés que le cours du change s'établit, à la fois sous l'influence de l'offre et de la demande résiduelle qui émane des succursales et sous celle qui émane des autorités, c'est-à-dire de la Banque du Canada, laquelle agit ou pour le compte du Fonds du change, ou pour les banques centrales étrangères et les organismes internationaux, ou pour son propre compte.

Depuis 1939, le gouvernement assume la responsabilité directe de conduire la politique du change, et la Banque est son agent pour la gestion du Fonds du change. Ce Fonds sert à influencer sur la situation du marché du change d'une manière conforme à la politique du gouvernement. S'il s'offre plus de devises que les acheteurs privés n'en veulent acheter au cours en vigueur, cette offre excédentaire fera augmenter la valeur du dollar canadien, à moins que le Fonds du change intervienne pour acheter des devises. Lorsque la Banque du Canada achète (ou vend) des devises pour le compte du Fonds du change sur le marché interbancaire, le paiement que la banque à charte reçoit (ou fait) de l'autre côté de l'opération est porté au crédit (ou au débit) des soldes en dollars canadiens du gouvernement fédéral. Ainsi, même si ces opérations influent sur l'équilibre de l'offre

et de la demande et sur le niveau des cours du change, et peuvent en vérité être d'un poids décisif sur le marché, elles n'ont pas d'influence par elles-mêmes sur le niveau des réserves d'encaisse des banques à chartes tant que ce sont les dépôts du gouvernement dans les banques qui en reçoivent ou déboursent le produit. Les dépôts bancaires ne font que circuler de banque en banque, et la propriété des dépôts que changer entre le gouvernement et d'autres titulaires; ce qui est un résultat analogue à celui des achats et ventes de titres de l'État par les comptes du gouvernement du pays. L'ensemble des réserves d'encaisse n'en est pas modifié, sauf si la Banque du Canada décide de faire varier son propre portefeuille de devises, ou si, pour compenser le financement par le gouvernement de la contrepartie en monnaie canadienne des opérations du Fonds du change, les autorités sont amenées à modifier la base monétaire du système bancaire. La Banque n'a pas pour pratique normale d'influer sur les réserves d'encaisse des banques en opérant sur le marché des devises pour son propre compte, mais il n'existe pas de raison pour laquelle elle ne pourrait le faire, comme le font plusieurs autres banques centrales, si elle le jugeait avantageux et si cela était compatible avec la politique du change du gouvernement.

Depuis l'adoption d'un régime de taux fixe du change, les autorités ont dû forcément jouer un rôle actif sur le marché afin de maintenir le dollar canadien dans la limite de 1 p. 100 au-dessus ou au-dessous de la parité établie, qui équivaut actuellement à 92.5c (fonds américains). En d'autres termes, il faut \$1.081 pour acheter \$1 américain; et pour se conformer à l'accord du Fonds monétaire international, le cours doit être maintenu entre \$1.070 et \$1.092. Les autorités n'attendent évidemment pas d'habitude que le dollar canadien atteigne la limite pour intervenir, car cela susciterait des pressions spéculatives et réduirait leur liberté d'action. Le rôle plus actif qu'elles jouent sur le marché fait vivement contraste avec la situation qui régnait entre 1950-1960 alors que, sous notre régime de taux variable du change, l'intervention officielle se bornait normalement à adoucir les irrégularités ou l'amplitude

des fluctuations à court terme et ne visait pas à établir ou à maintenir un cours particulier.

Au Canada comme dans d'autres pays, n'ont accès au marché interbancaire que les banques du pays et la banque centrale⁴. Les banques ne traitent jamais directement les unes avec les autres, mais elles achètent et vendent des devises par l'intermédiaire de courtiers établis à Montréal et à Toronto qui, depuis la suppression du contrôle des devises en 1950, sont des employés salariés de l'Association des banquiers canadiens. Ce régime de courtage est particulier au Canada. Avant la seconde guerre mondiale, des courtiers privés gagnaient une commission (1/64 p. 100 en 1939) sur chaque opération qu'ils assuraient entre les banques. Ils étaient en affaires à leur compte; cependant, à cette époque comme aujourd'hui, ils ne transigeaient pas pour leur compte personnel, et ils n'acceptaient de commandes que des banques canadiennes. Sous le régime actuel, le courtier qui reçoit un ordre du service des négociations d'une banque s'adresse immédiatement tour à tour aux autres banques en commençant par celles qu'il sait devoir probablement trouver de l'autre côté du marché. S'il s'agit d'une somme considérable, l'opération sera peut-être répartie entre un certain nombre de banques. Une fois qu'un marché a été négocié, toutes les banques, y compris la Banque du Canada, sont informées du montant, du prix et de la date de règlement, mais seules les banques qui prennent part à l'opération sont informées du nom des participants. Le marché est donc complètement impersonnel et toutes les banques sont tenues parfaitement au courant de son évolution. C'est un marché plus parfait à cet égard que le marché des valeurs où les opérations sont moins centralisées et où, même chez les grands négociants très actifs, les opérations ne peuvent être aussi complètement connues. Le régime actuel semble donc bien réussir à assurer un marché interbancaire efficace et prompt à réagir, et nous ne voyons aucune raison d'y apporter des modifications.

⁴ La Banque d'épargne de la cité et du district de Montréal a accès au marché en vertu de dispositions spéciales qui reconnaissent les liens qu'elle a depuis longtemps avec le commerce des devises.

STRUCTURE ET CROISSANCE DU MARCHÉ

Le dollar américain est la principale devise dont on traite sur le marché canadien; la livre sterling vient ensuite, et les transactions dans les autres devises sont limitées. Cet état de choses reflète les étroites relations commerciales et financières du Canada avec les États-Unis et, dans une moindre mesure, avec le Royaume-Uni, ainsi que la primauté du dollar américain et de la livre sterling comme instruments de paiements internationaux. Les banques à charte maintiennent donc leurs principaux comptes chez leurs correspondants en dollars américains et en sterling; elles conservent d'autres devises en petits montants, et lorsqu'il leur faut de plus grosses sommes, elles les achètent au moyen d'une des deux grandes devises ou en créditant le compte en dollars canadiens d'un de leurs correspondants. L'écart entre les taux auxquels les succursales achètent et vendent des dollars américains jusqu'à concurrence de leur latitude (normalement \$10,000) est dans la plupart des cas $\frac{1}{4}$ p. 100 pour les virements et 1 p. 100 pour les billets et la monnaie métallique. Cet écart sert à couvrir les frais, à fournir une certaine protection contre les fluctuations du change à la dernière minute dont les succursales n'auront pas toutes été avisées, et à laisser une marge de profit. L'écart est plus faible pour les grosses transactions, qui sont basées sur les taux courants fournis par le siège social. L'écart est plus fort dans le cas des devises moins actives; mais les grosses transactions en sterling commandent un écart qui se rapproche de celui qui s'applique aux transactions en dollars américains.

Les trocs et les pures opérations à terme, qui font l'objet d'un écart plus faible, peuvent maintenant être facilement arrangés avec les banques pour des périodes allant jusqu'à six mois, mais la plupart sont faits à trois mois ou moins. On peut effectuer des transactions à plus de six mois, mais c'est chose assez rare. La plupart des contrats à terme échoient à une date déterminée, mais certains stipulent une date d'échéance variable dans certaines limites à l'option du client s'il n'est pas certain de la date exacte de livraison qui lui conviendra le mieux. Les banques demandent un

peu plus pour cette option pour compenser l'augmentation de leurs risques et de leur travail. Tout marché à terme conclu par une banque comporte le risque que le client ne puisse l'honorer à l'échéance. Comme la banque aura normalement arrangé des transactions à terme en sens contraire pour contrôler le volume net de ses engagements en devises, elle risque alors de subir une perte, si par exemple le cours du change au comptant est devenu inférieur au taux qu'elle s'était engagée à payer afin d'avoir les fonds requis par son client, qui maintenant ne les prend plus à l'échéance de son contrat à terme. Aussi les banques ne passent-elles normalement de contrat à terme qu'avec leurs clients qui ont une ouverture de crédit (en fait, les arrangements d'ouverture de crédit comprennent souvent une limite distincte pour les contrats à terme); ou bien elles exigent un dépôt du client au moment où le contrat est conclu.

Tout comme les devises autres que le dollar américain et la livre sterling ne sont pas négociées bien activement sur le marché canadien du change, de même le marché des dollars canadiens est beaucoup plus actif au Canada qu'ailleurs. Comme le gros de notre commerce international se facture en dollars américains ou en livres sterling et non en dollars canadiens, c'est ordinairement le commerçant canadien qui doit faire la conversion des devises plutôt que le client ou le fournisseur étranger. Les Canadiens qui font affaires avec l'étranger doivent d'habitude transiger en devises étrangères, tandis que les habitants des autres pays peuvent traiter avec les Canadiens sans avoir à transiger en dollars canadiens. C'est pourquoi le principal marché du dollar canadien se trouve au Canada, où les maisons canadiennes qui conduisent des affaires internationales ont leurs principales relations bancaires. De même, le principal marché auquel les banques à charte s'adressent pour ajuster la position qui résulte de leurs opérations avec leurs clients ou de leurs transactions personnelles est le marché interbancaire canadien.

Ces marchés sont cependant pleinement intégrés à ceux des autres pays. En plus de vérifier les prix cotés par une ou plusieurs banques canadiennes, une maison qui doit transiger en

devises peut fort bien communiquer avec des banques étrangères, surtout à New York, à Détroit ou en d'autres villes américaines où les banques cotent le dollar canadien, mais aussi à Londres. Vu l'importance des filiales canadiennes de compagnies étrangères qui mènent leurs affaires avec les banques surtout de leur pays, particulièrement aux États-Unis, et parce que certaines banques étrangères portent beaucoup d'intérêt au marché des devises canadiennes, on voit plus de transactions directes entre entreprises canadiennes et banques étrangères depuis quelques années. Alors que les banques canadiennes cotent le taux du change au 1/32ième près, les banques de New York le cotent régulièrement au 1/64ième près, et quelques-unes d'entre elles, et d'autres à Détroit et en d'autres centres actifs, fournissent des cotes au 1/100ième et même au 1/1000ième de cent.

Les banques canadiennes elles-mêmes traitent avec les banques étrangères tout comme sur le marché interbancaire du pays; elles vendent et achètent des devises là où elles peuvent obtenir le meilleur prix. Autrefois, quand le marché canadien des titres à court terme n'était pas encore développé, les banques canadiennes avaient coutume d'effectuer le gros de leurs opérations de change à New York, qui était la place principale où les banques achetaient et vendaient des valeurs à court terme pour régulariser leurs réserves d'encaisse et de liquidité. La croissance du marché monétaire canadien, l'extension du rôle des autorités, et les conséquences du contrôle des changes qui coupa les liens traditionnels avec New York, ont contribué à substituer le marché interbancaire du pays à celui de New York comme centre principal des opérations de change des banques. Les banques de New York effectuent même, aujourd'hui, une bonne partie de leurs opérations sur le change canadien au Canada. En 1961, le volume des opérations «pures» effectuées sur le marché interbancaire a atteint 1.8 milliard de dollars contre 1.2 milliard en 1953; le volume des transactions effectuées avec les clients est beaucoup plus considérable, mais elles se sont compensées en grande partie au sein même des diverses banques. Le volume des trocs entre banques s'est accru encore plus rapidement, passant de 0.3

milliard de dollars en 1953 à 1.7 milliard en 1961. Le régime des courtiers salariés introduit en 1950 a sans doute aussi contribué à la croissance d'un marché interbancaire actif au pays, car les banques n'ont plus à payer de commissions de courtage au Canada comme elles le font sur les autres marchés. En outre, cela les a amenées à traiter sur le marché plus souvent qu'elles n'en avaient l'habitude parce qu'il ne leur coûte rien de plus d'y venir faire au fur et à mesure la contrepartie de leurs engagements au comptant et à terme avec leurs clients; autrefois, elles avaient tendance à garder plus longtemps une position non couverte dans l'espoir de faire d'autres transactions avec leurs clients pour obtenir la contrepartie requise et d'éviter ainsi le coût des commissions.

La croissance du marché canadien du change au cours de l'après-guerre reflète aussi le volume grandissant des opérations financières internationales du Canada. On ne peut cependant pas réconcilier la statistique de la balance des paiements directement avec les activités du marché du change, notamment parce qu'il est difficile d'identifier et de compiler des transactions internationales complexes, englobées avec les mouvements de capitaux à court terme dans le poste résiduel qui équilibre les comptes internationaux. Indépendamment de cette difficulté commune à tous les pays, la statistique de la balance des paiements vise à enregistrer les fluctuations nettes des soldes débiteurs ou créditeurs des Canadiens plutôt que le volume brut des transactions exécutées sur le marché des devises. Par exemple, une province qui vend une émission d'obligations à New York peut en garder temporairement le produit en dollars américains, dans un compte de banque ou dans quelque autre valeur à court terme; cette opération figure dans la statistique de la balance des paiements comme une entrée de capitaux à long terme compensée par une sortie à court terme, même si aucune opération ne s'est effectuée sur le marché des devises. Dans d'autres cas, l'emprunteur utilise le produit d'émissions vendues à l'étranger pour acheter des marchandises étrangères, ou bien l'exportateur utilise ses propres recettes de devises pour acquitter des importa-

tions. Cela donne lieu dans les deux cas à des inscriptions dans nos comptes internationaux⁵, bien qu'aucun ne comporte une conversion de devises. Enfin, il existe très peu de renseignements, dans la statistique de la balance des paiements ou ailleurs, concernant les opérations du marché à terme qui joue un rôle crucial dans le volume global des opérations sur le marché de devises. Néanmoins, l'activité du marché a tendance, en général, à refléter la croissance des opérations financières du Canada avec l'étranger ainsi que l'amélioration des mécanismes du marché lui-même.

OPÉRATIONS SPÉCIALISÉES EFFECTUÉES SUR LE MARCHÉ

Le marché des devises est un marché subtil. Un nombre croissant d'opérateurs portent une attention aiguë aux occasions de profit et aux dangers de perte qu'il présente du fait des variations des cours. En outre, les fonds se déplacent de plus en plus volontiers suivant les écarts qui se produisent dans les taux d'intérêt. Nous avons déjà vu brièvement au chapitre 5 en quoi ces facteurs, s'additionnant à bien d'autres, influent sur la situation financière internationale du Canada. Pour compléter la présente description du marché des devises, nous allons examiner les principales sortes de transactions qu'on y effectue en réponse aux pressions spéculatives et aux différences de taux d'intérêt; nous remettons au chapitre 23 l'examen de ce qu'elles signifient pour la conduite de la politique financière.

(i) *Les banques*

Les principes et les pratiques d'opération des banques à charte sont évidemment d'une grande importance dans le fonctionnement du marché. Les banques ont pour principe de ne pas spéculer sur le cours du change dans la majorité de leurs transactions; elles préfèrent renoncer aux profits éventuels d'une heureuse spéculation afin d'éviter le danger aussi grand de perdre sur des positions

en devises sans contrepartie. Le premier souci de chaque service des négociations est donc, en plus de voir à la bonne exécution technique des transactions pour ses clients, de veiller à couvrir ses engagements envers les clients contre tout risque de variations défavorables des cours ou, dans le cas des engagements à terme, de l'écart entre les cours au comptant et à terme. Tout changement dans les engagements au comptant envers les clients est normalement compensé sans délai par des achats ou ventes au comptant de devises sur le marché interbancaire. Comme l'écart entre les cours au comptant et à terme fluctue avec moins d'amplitude et de fréquence que l'un ou l'autre cours considéré isolément, car ils sont en pratique assez parallèles, le risque principal qui découle des engagements à terme d'une banque peut également être assez bien couvert par une contrepartie effectuée sur le marché au comptant⁶. Une autre raison d'utiliser le marché au comptant pour couvrir les engagements à terme aussi bien qu'au comptant est qu'il est souvent difficile et long de trouver une autre banque qui désire effectuer une transaction «pure» pour le terme désiré, et tout délai augmente beaucoup les risques de perte. Une fois qu'elle s'est protégée sur le marché au comptant contre le plus gros du risque et qu'elle a conservé l'équilibre général de sa position, la banque peut se trouver à découvert pour ses engagements à terme (c'est-à-dire qu'elle a passé plus de contrats pour vendre des devises à terme que de contrats pour en acheter à terme) et en excédent dans ses soldes en devises au comptant ou vice versa. Elle équilibrera alors ses deux positions aussitôt que possible en effectuant des trocs avec ses propres clients ou avec d'autres banques afin de couvrir le risque accessoire d'une variation de l'écart entre les cours au comptant et à terme. La banque devra peut-être faire d'autres trocs pour com-

⁵ Le premier cas se traduit par une entrée de capitaux compensée par des importations, et le second, par des exportations et des importations qui se compensent.

⁶ Ainsi, l'engagement d'une banque de vendre à un client des dollars américains dans 30 jours, s'accompagne normalement de l'achat immédiat de dollars américains sur le marché interbancaire. Cela suppose, évidemment, que la situation de la banque était équilibrée avant la vente à terme, et que ses transactions avec d'autres clients ne fournissent pas immédiatement la compensation nécessaire. Cela suppose aussi que la banque n'a pas modifié sa politique concernant l'équilibre de ses engagements.

penser les durées différentes de contrats à terme d'échéances diverses. C'est ainsi que les banques font les opérations de change de leurs clients et que chaque banque régularise sa propre position sur le marché interbancaire en procédant à une série d'opérations au comptant et de troc. Comme les banques cherchent d'habitude à neutraliser les variations de leur propre situation qui découle des transactions des clients, leur activité ne fait que refléter l'offre et la demande du public et n'exerce pas d'effet distinct sur le comportement du marché, sauf à très court terme pendant qu'elles équilibrent leurs engagements au comptant et à terme.

En plus de s'occuper des affaires des clients, le service étranger de chaque banque coordonne l'ensemble de ses opérations de change, et il opère sur le marché pour le compte de la banque elle-même. Nous avons noté au chapitre 7 que l'actif net en devises étrangères d'une banque—par opposition aux comptes d'opération de son service des négociations—peut varier sensiblement de temps à autre selon la politique de placement de la banque. Une banque qui tire sur ses soldes de devises pour aider à ajuster sa situation liquide selon les pressions monétaires au pays vend des valeurs étrangères pour obtenir des dollars canadiens. (Si elle vend les devises à une autre banque canadienne ou à un client de celle-ci du pays ou de l'étranger, elle reçoit une créance sur cette autre banque qui, une fois compensée et acquittée, augmentera ses réserves d'encaisse à la Banque du Canada aux dépens de l'autre. C'est exactement la même chose que si la banque avait obtenu des fonds en vendant une partie de ses valeurs liquides au pays. Dans l'un et l'autre cas, les banques peuvent obtenir des fonds l'une de l'autre—et peuvent réduire les dépôts bancaires en dollars canadiens si ces ventes se font à leurs clients—mais elles ne peuvent augmenter le total de leurs réserves d'encaisse que si la Banque du Canada achète pour son propre compte.) Lorsque les banques modifient ainsi leur actif net en devises, elles le font normalement à titre d'expédient temporaire, et elles couvrent leurs ventes au comptant de devises par des achats à terme, faisant la contrepartie de ces variations de

leur position nette tout comme elles couvrent les oscillations de leurs comptes de négociation. Quand les conditions monétaires deviennent plus faciles au pays, les banques ont tendance à reconstituer leur actif net en devises en prenant effectivement livraison de leurs achats à terme. Cependant, les banques peuvent à l'occasion spéculer sur l'évolution future des cours du change en modifiant leur position étrangère non couverte, mais cela est exceptionnel et ne met pas en jeu de forts montants par rapport au volume des transactions.

(ii) *Transactions spéculatives*

Beaucoup d'autres usagers du marché sont plus disposés à assumer une position spéculative. Ceux qui s'attendent à une baisse du dollar canadien peuvent spéculer sur le marché au comptant en achetant des devises dans l'espoir de les revendre à profit si leurs prévisions se réalisent. Cette spéculation exerce des pressions directes sur le cours au comptant, sur les réserves de devises ou sur les deux. Ils peuvent aussi spéculer en achetant des devises à terme en vue d'une vente profitable si la fluctuation prévue survient avant l'échéance du contrat. La spéculation à terme est moins coûteuse que l'achat au comptant car il n'y a pas de fonds à engager comme lorsque le spéculateur achète des devises comptant et les conserve, (peut-être placées dans une valeur étrangère très liquide) pour les vendre plus tard. Les effets de la spéculation à terme se répercuteront également sur le marché au comptant parce qu'elle tend à provoquer des mouvements de capitaux qui exercent des pressions immédiates sur le dollar. En déprimant en premier lieu le dollar canadien sur le marché à terme, elle rend plus avantageux qu'auparavant d'acheter des devises au comptant et de les vendre à terme afin d'effectuer des placements à court terme⁷. Dans la pratique, la façon dont les banques à charte administrent leurs soldes de devises tend à transférer immédiatement ces pressions sur le marché au comptant, parce qu'elles couvrent

⁷ Il va de soi que les effets sont contraires si le spéculateur prévoit une augmentation de la valeur du dollar canadien et vend des devises à terme.

leurs ventes à terme de devises en achetant aussitôt des devises au comptant. Cela leur donne une position à découvert pour leurs engagements à terme et un excédent dans leurs soldes actuels de devises, qu'elles équilibrent ensuite en revendant des devises au comptant. En conséquence, quelqu'un à l'extérieur des banques aura été induit par l'augmentation du rendement protégé offert par les valeurs étrangères à vendre des dollars canadiens au comptant. Les pressions spéculatives sur le marché à terme sont donc transférées sur le marché au comptant par des sorties de capitaux à court terme, qui tendent à abaisser la valeur du dollar canadien ou à faire diminuer les réserves officielles de devises, à moins qu'elles stimulent une contre-spéculation ou une offre de devises à terme d'origine commerciale ⁸.

Les transactions dont il a été question jusqu'ici sont de la spéculation «pure», c'est-à-dire qu'elles ne se rattachent pas au courant normal du commerce et des placements internationaux. D'après nos renseignements, cette spéculation est bien moins importante que celle des entreprises et des particuliers qui s'adressent au marché des devises dans le cours normal de leurs affaires. Les maisons commerciales qui prévoient une baisse du dollar canadien peuvent spéculer sur le marché au comptant en retardant la conversion de leurs recettes en devises et en hâtant le paiement de leurs dettes en devises. Ce phénomène peut provoquer des pressions immédiates sur les taux du change et sur les réserves officielles; il est localisé surtout dans les variations des créances et des dettes des filiales canadiennes avec leurs compagnies mères étrangères. Selon des recherches que nous avons fait effectuer, cependant, une forte proportion de la spéculation pratiquée sur le marché s'effectue par le moyen de contrats à terme; les entreprises et les autres usagers de devises modifient leurs pratiques concernant les opérations de contrepartie selon l'idée qu'ils se font de l'évolution des cours.

Beaucoup de maisons commerciales ont comme politique arrêtée de ne s'adresser qu'au marché

⁸ Ou qu'elles portent les autorités à offrir des devises à terme (voir chapitre 23).

au comptant, et elles ne couvrent jamais à terme leurs recettes et leurs paiements. Sur ce sujet, l'Association des manufacturiers canadiens a demandé à ses membres qui recourent au marché des devises quelle était leur ligne de conduite, et 77 p. 100 ont répondu qu'ils ne s'adressaient guère ou pas du tout au marché à terme; seulement 11 p. 100 ont déclaré qu'ils faisaient régulièrement des opérations de contrepartie sur le marché à terme; quant aux autres 12 p. 100, ils s'adressaient souvent au marché à terme, surtout lorsque leurs prévisions sur le cours du change les y encourageaient⁹. Notre propre enquête sur les pratiques financières des entreprises n'a pas beaucoup touché à leurs pratiques en matière de devises; mais les renseignements que nous avons obtenus (qui sont résumés dans le tableau suivant) indiquent qu'il y aurait plutôt moins d'entreprises qui transigent exclusivement sur le marché au comptant, et qu'il y en aurait un peu plus qui se couvrent régulièrement à terme.

OPÉRATIONS EN DEVICES

Actif de l'entreprise	Transigent toujours au comptant	Transigent à terme fréquemment ou à l'occasion	Transigent toujours à terme	Total
Moins de \$10,000,000	76	6	18	100
Plus de \$10,000,000	51	10	39	100

Les résultats différents de ces deux enquêtes viennent probablement en grande partie du fait que notre enquête a couvert un nombre pas mal plus élevé de grosses entreprises. On aura noté que les réponses que nous avons obtenues des entreprises de moins de 10 millions d'actif se répartissent de façon assez semblable à celles de l'enquête de l'A.M.C. Ces entreprises moins grosses transigent comparativement moins à terme probablement parce qu'elles connaissent moins bien ce marché et parce que leurs transactions ne

⁹ Voir tableau 8 du mémoire de l'A.M.C.

sont pas suffisamment importantes ou régulières pour les justifier de consacrer plus de temps et de talents à leurs décisions dans les affaires de devises. Il y a considérablement moins de grosses entreprises qui s'adressent invariablement au marché au comptant pour remplir leurs besoins en devises, et il y en a davantage qui courent sur le marché à terme par anticipation tous leurs achats et ventes de devises aussitôt qu'elles ont assumé des engagements commerciaux ou autres. Ce n'est qu'une assez faible minorité des entreprises grandes et petites, quoique davantage des grandes, qui utilisent le marché à terme de façon intermittente. Parmi ces entreprises, il y en a qui ont tendance à couvrir à terme leurs transactions les plus importantes, et d'autres qui font de la spéculation, en se couvrant quand elles s'attendent à voir le cours du change fluctuer dans un sens défavorable, et en ne se couvrant pas quand elles espèrent un changement favorable du cours. Nous avons constaté que certaines de ces compagnies ont fait de gros achats de dollars américains à terme au cours du printemps de 1962, et leurs opérations paraissent être un des éléments permanents de la spéculation, soit qu'elles accélèrent ou qu'elles retardent leurs transactions au comptant, soit qu'elles prennent position sur les marchés au comptant ou à terme indépendamment de leurs affaires régulières¹⁰.

Ces constatations au sujet de la spéculation sur les devises reposent surtout, mais pas seulement, sur l'expérience acquise durant la période où nous avons un régime de taux du change variable. Il y a eu de la spéculation sur les devises au Canada après que le cours du change a été fixé, comme il y en a ailleurs sous les régimes à taux fixes. Quelques-uns de ceux qui ont répondu à notre enquête ont même indiqué qu'ils n'ont pas modifié leurs pratiques en matière de transactions à terme en devises. Cependant, il apparaît jusqu'ici que de façon générale on aura moins recours au marché à terme pour ses transactions commerciales, bien qu'on continuera de faire la contrepartie à terme des placements financiers à court terme. La spéculation sous toutes ses formes

pourrait évidemment devenir extrêmement intense si l'on commençait à douter de la stabilité du taux fixe actuel.

(iii) *Mouvements de capitaux à court terme*

Même si la spéculation peut susciter de grands mouvements de capitaux à court terme, qui parfois dominant le comportement du marché des devises, ces mouvements sont aussi entraînés par les variations du coût et de l'abondance des fonds au Canada par rapport à d'autres pays, surtout les États-Unis. Nous avons déjà indiqué au chapitre 5 comment la variation différente des taux d'intérêt dans les deux pays influe sur les mouvements de capitaux à long terme. Certains mouvements de capitaux à court terme également sont sensibles à ces variations, surtout lorsque l'abondance des fonds est en cause autant que leur coût; les plus importants de ces mouvements concernent le crédit commercial international. On ne peut faire une analyse très rigoureuse des mouvements de cette catégorie particulière de capitaux à court terme parce que ces mouvements n'apparaissent pas séparément dans la statistique de la balance des paiements, et (comme nous l'avons dit) parce qu'ils répondent également à des forces spéculatives. Il semble bien cependant, d'après les fortes entrées de capitaux en périodes de restrictions de crédit, comme en 1956-1957 et 1959, et d'après leurs entrées fort réduites aux époques de crédit abondant, comme en 1958, que les entreprises canadiennes fassent appel aux fonds étrangers de cette façon quand le crédit est comparativement coûteux et difficile à obtenir au Canada. Cela vaut particulièrement pour les filiales canadiennes de sociétés étrangères qui comptent naturellement sur leur maison mère pour une forte part de leurs besoins marginaux de capital.

Bien que les écarts de taux d'intérêt suscitent des mouvements de capitaux à court comme à long terme, il y a toujours le risque pour les placements à court terme que même un léger mouvement défavorable du cours du change anéantisse complètement l'avantage d'un taux d'intérêt supérieur. Par exemple, si le rendement des bons du Trésor à trois mois est de 4 p. 100 aux États-Unis contre 5 p. 100 au Canada, l'avan-

¹⁰ Le volume des annexes contient d'autres renseignements au sujet des pratiques rencontrées sur le marché des devises.

tage de transférer des fonds au Canada disparaîtrait si le dollar américain s'appréciait de ¼ p. 100 ou à peu près en fonds canadiens au cours des trois mois. Par comparaison, il faudrait une appréciation de plus de 14 p. 100 durant toute la durée de l'emprunt pour neutraliser un avantage de 1 p. 100 dans le rendement d'une émission d'obligations à 20 ans en monnaie étrangère¹¹.

Afin d'assurer une protection contre les risques en jeu, beaucoup de transactions internationales de placement et d'emprunt à court terme sont accompagnées d'une contrepartie sur le marché à terme; elles sont influencées, non pas par l'écart absolu des taux d'intérêt, mais par cet écart corrigé selon le coût ou le bénéfice de la contrepartie à terme. Contrairement aux mouvements de capitaux à long terme et de capitaux à court terme non protégés décrits ci-dessus, ces mouvements de capitaux protégés tendent à produire des mouvements nets plutôt faibles. Par exemple, si les taux d'intérêt à court terme au Canada augmentent par rapport à ceux de New York, les investisseurs étrangers seront tentés de transférer des fonds au Canada, et les emprunteurs canadiens chercheront à obtenir des fonds à court terme à New York. Les uns et les autres tiendront à protéger leurs besoins futurs en devises; car le prêteur prendra garde de ne pas gagner un rendement moindre à celui du placement qu'il ferait dans sa propre monnaie, et l'emprunteur ne voudra pas encourir des frais plus élevés qu'il n'en paierait sur le marché canadien. Le dollar américain à terme augmentera donc très rapidement en valeur, ce qui freinera les sorties de fonds en réduisant le rendement du prêteur et en augmentant le coût de l'emprunteur. De fortes som-

mes peuvent se déplacer et de fait se déplacent dans les deux sens en pareilles circonstances, mais les mouvements nets sont plus petits que dans le cas des mouvements de capitaux non protégés, qui ne s'arrêtent, toutes choses égales par ailleurs, que lorsqu'ils ont amené le rétablissement de l'écart primitif entre les taux d'intérêt. Quand les transactions sont effectuées en contrepartie, et qu'il n'y a pas de contre-spéculation ou d'achats à terme de devises pour fins commerciales, le taux à terme compense rapidement les variations de l'écart des taux d'intérêt de sorte qu'il ne reste plus d'avantage à transférer des fonds protégés.

Ces dernières années, les instruments et les techniques d'arbitrage des intérêts se sont rapidement développés. C'est même l'élément nouveau le plus remarquable de la structure du marché des devises. Les trésoriers des entreprises sont de plus en plus attentifs aux rendements des valeurs à court terme, tandis que les banques et les négociants en valeurs au Canada et à l'étranger ont créé une foule de moyens pour faciliter les transactions d'arbitrage et ont induit investisseurs et emprunteurs à les employer pour tirer parti du marché international des capitaux. Les principales catégories de transactions en cause sont les placements protégés en papier des entreprises et des compagnies de finance et, dans une moindre mesure, en bons du Trésor, ainsi que les «dépôts de troc» offerts par les banques à charte et décrits au chapitre 7. Les implications de cette évolution pour la politique monétaire seront discutées plus à fond au chapitre 23. Nous n'avons voulu ici qu'attirer l'attention sur les liens de plus en plus étroits que le développement du marché canadien des devises a noués entre le marché mondial des capitaux et les marchés monétaires et financiers du Canada.

¹¹ Voir le chapitre 4.

LES NÉGOCIANTS EN VALEURS, LES MARCHÉS D'OBLIGATIONS ET LE MARCHÉ MONÉTAIRE

Les marchés d'obligations et le marché monétaire ont pour fonction d'aider ceux qui ont besoin d'emprunter à émettre leurs titres, et d'encourager ceux qui disposent de fonds à acquérir ces titres. Ces marchés, qu'utilisent les institutions financières aussi bien que le public, servent de guide commode et à la portée de chacun pour établir la valeur des titres de créance, et ils fournissent un lieu de rencontre pour marier rapidement et efficacement les commandes des acheteurs et des vendeurs. Les obligations peuvent ainsi s'acheter ou se vendre plus facilement selon les besoins des prêteurs et des emprunteurs, qui sont mieux au courant des conditions auxquelles ils peuvent traiter les uns avec les autres. Les négociants en valeurs jouent un rôle important dans cette activité en attirant les acheteurs et les vendeurs sur les marchés, en assortissant et en exécutant leurs commandes et en leur fournissant des services et conseils financiers connexes. Les négociants facilitent aussi notablement le fonctionnement des marchés grâce aux opérations qu'ils conduisent pour leur propre compte et aux stocks de titres qu'ils maintiennent pour satisfaire la demande de leurs clients.

Si les marchés fonctionnent bien, ils mettront les emprunteurs et les prêteurs en présence à un coût minimum, et les prix et les rendements des valeurs refléteront de façon rapide et fidèle l'évolution des préférences des épargnants et de la demande de capitaux. C'est pourquoi il est important d'avoir des marchés forts et étendus, aux réactions rapides, capables d'évoluer, pour assu-

rer que les ressources productives de la nation soient réparties de façon à être employées efficacement, car de tels marchés réduisent le coût et augmentent la masse des capitaux disponibles et canalisent les fonds vers les industries en expansion. Comme nous le disions ailleurs, ces marchés sont aussi les organes par lesquels les autorités influent en premier lieu sur les conditions de crédit et en font diffuser une grande partie des effets au reste de l'économie.

Les marchés d'obligations et le marché monétaire se sont étendus et ont grandi beaucoup depuis quelques années. Même si on peut encore leur trouver certaines imperfections, ils ont manifesté une capacité d'adaptation remarquable. Les négociants ont été le pivot de cette transformation, et il n'est pas étonnant qu'on trouve chez eux le sentiment de leur importance, un vif goût de l'innovation, et une atmosphère d'effervescence. Pourtant, ce milieu est rempli de contrastes: l'esprit d'initiative règne dans certains domaines, et le traditionnalisme et la circonspection dans d'autres; une audace constructive pour répondre aux besoins réels de l'économie se rencontre tout à côté de la peur outrée des risques et, à la marge, du seul souci de faire un profit rapide sur des transactions de caractère discutable; enfin, l'esprit de travail et le dynamisme de la plupart tranchent avec la disposition de quelques-uns à jouir confortablement des fruits de coups de chance ou d'initiatives passées.

Cependant, des forces profondes exercent une action inexorable sur le milieu et le contraignent

à devenir plus professionnel et plus compétitif. L'accumulation de plus en plus grande de l'épargne par les institutions met d'énormes capitaux en quête d'emploi dans les mains de professionnels habiles qui exigent d'être servis avec compétence et expérience et qui fixent des normes élevées pour décider de leurs achats de valeurs, particulièrement dans le cas des émissions nouvelles. L'importance grandissante de ces clients et le développement phénoménal du marché monétaire, sur lequel viennent surtout des trésoriers d'entreprises et d'autres gens rompus à la finance, ont obligé le monde du placement à recruter et à former un personnel de classe plus professionnelle et à reviser ses opinions traditionnelles sur la valeur comparative d'une formation universitaire et de l'apprentissage des routines du métier. En outre, l'extension des marchés a rendu ceux-ci plus anonymes; et cela aussi a fait que la clientèle, dans l'ensemble, n'apprécie plus autant qu'autrefois le jovial preneur de commandes qui peut fournir les cotes et colporter les potins, mais qui ne connaît rien aux facteurs économiques et commerciaux fondamentaux qui déterminent en définitive le comportement des marchés.

Le professionnalisme croissant de la clientèle a aussi forcé le milieu à adopter une attitude plus compétitive et l'a poussé à rogner ses marges de profit sur les nouvelles missions comme sur les titres en circulation. Ceci ne se vérifie nulle part autant que sur le marché monétaire qui, vu la nouveauté de son développement, et la dextérité et l'anonymat qui y règnent, est fort libre vis-à-vis les alliances et les relations établies, et qui est donc ouvert aux audaces en matière d'innovations et de réductions de prix. Mais on peut apercevoir la même tendance sur les marchés d'obligations, particulièrement dans le cas des grosses ventes, et dans celui des distributions primaires d'émissions, vendues de plus en plus à de gros acheteurs pour un profit fort réduit. En outre, les besoins de capitaux des entreprises ne sont plus aussi considérables que naguère, et cette clientèle n'est plus prête à payer d'aussi fortes commissions de souscription. Les émissions des gouvernements

restent importantes, mais elles donnent des marges plus faibles, de sorte que la concurrence pour les émissions des entreprises se fait plus vive. Nous ne voulons pas exagérer l'importance de ces faits nouveaux ni donner à entendre que le caractère des marchés va changer du jour au lendemain; mais on discerne très bien certaines tendances générales qui se traduisent par des fusions de maisons de placement et des pressions sur le milieu pour qu'il gagne en efficacité et en compétence.

Bien qu'il existe quelque 400 maisons dans le monde du placement au Canada, le nombre des maisons de négociants en valeurs ne dépasse guère 200, dont 190 membres de l'Investment Dealers' Association of Canada (I.D.A.). Plus de 60 p. 100 de ces dernières sont aussi membres d'une bourse reconnue au Canada, directement ou par une filiale qui fait d'habitude affaires dans les mêmes locaux et qui est dotée de la même direction et du même personnel supérieur. Ces dernières activités, et celles des courtiers-négociants qui constituent le reste du monde du placement, seront étudiées au prochain chapitre. Le nombre de maisons de négociants en valeurs a diminué d'environ 10 p. 100 depuis dix ans, mais le nombre de leurs succursales continue d'augmenter; c'est le résultat des pressions mentionnées ci-haut et de l'effort de certaines maisons pour répartir leurs frais et utiliser pleinement les services spécialisés de leur bureau principal en conduisant leurs affaires à l'échelle du pays. Les deux tiers environ des 340 succursales des membres de l'I.D.A. sont établies en Ontario et au Québec, surtout à Toronto et à Montréal où se concentre une bonne partie de l'activité financière du pays. On tend également à couvrir les petites villes par des agents ou des vendeurs plutôt que par des succursales. Ce secteur, qui appartient surtout à des Canadiens, compte aussi presque 40 succursales ou filiales établies à l'étranger, principalement aux États-Unis et au Royaume-Uni.

Un des caractères de ce milieu au Canada est son manque relatif de spécialisation. Les maisons les plus grandes et les plus prospères sont pleinement intégrées; elles souscrivent aux émissions nouvelles et les distribuent, négocient en titres de

créances ou autres et conservent des stocks de titres ou vont à découvert, transigent sur le marché monétaire, siègent sur une ou plusieurs bourses, administrent des portefeuilles et exercent en général tout l'éventail des fonctions du commerce du placement. A mesure que d'autres maisons grandissent, elles assument graduellement les mêmes fonctions et offrent un service plus complet à leurs clients, tandis que les nombreuses maisons qui demeurent petites et locales tendent aussi à exercer une activité générale et non spécialisée. Quelques maisons seulement concentrent leurs efforts sur le marché du gros ou des institutions, ou sur les émissions municipales ou locales. Cette situation fait nettement contraste avec celle des milieux américains où les maisons se spécialisent d'une foule de façons, ce qui pourra bien se faire également au Canada quand nos marchés auront grandi davantage. La maison canadienne typique affecte le quart environ de son personnel à la vente, de 10 à 12 p. 100 au négoce, jusqu'à 5 p. 100 aux opérations de souscription et à l'analyse des valeurs, 10 p. 100 à la haute administration et le reste aux travaux courants de comptabilité, de livraison et d'écritures.

Une autre caractéristique marquante du milieu des négociants en valeurs est la situation dominante qu'y occupent quelques maisons. Huit des 124 maisons qui ont répondu à une enquête sur leur situation financière effectuée pour notre compte par l'I.D.A. (les autres ont répondu à des enquêtes semblables conduites par les bourses) ne comptaient pas moins de 46 p. 100 du capital et gagnaient 51 p. 100 du revenu net de l'ensemble de ces maisons en 1961; en 1962, ces chiffres étaient 47 et 45 p. 100. Ces huit maisons sont d'envergure nationale; deux opèrent dans toutes les provinces, sauf Terre-Neuve, et les autres dans au moins six provinces. En 1961, six de ces maisons ont souscrit, seules ou à titre de directrices d'un syndicat, environ 90 p. 100 du montant de toutes les émissions des entreprises de service public, 60 p. 100 de la valeur des émissions d'obligations industrielles et 65 p. 100 des sommes levées par émissions d'actions; elles dominaient aussi les souscriptions aux émissions des provinces

et des grandes municipalités. Même si ces maisons ont acquis une telle position grâce à leur capacité de distribution et à leur expérience, leur influence dominante dans le domaine de la souscription contribue à perpétuer certaines des rigidités et des imperfections dont nous traiterons plus loin. Un groupe de 24 autres maisons, qui maintenaient chacune des stocks de titres dépassant le million de dollars, détenaient 30 p. 100 du capital et gagnaient 28 p. 100 des profits de l'ensemble en 1961 (29 et 30 p. 100 en 1962); elles tendent à accroître leur part des profits aux dépens des très grandes maisons.

Les opérations de négociation et de souscription ont produit de 81 à 85 p. 100 des recettes des négociants en valeurs depuis quelques années; celles de souscription apportent à elles seules de 50 à 60 p. 100 du total. Les commissions sur transactions boursières constituent presque tout le reste du revenu; leur importance a tendance à varier en fonction directe du comportement des cours boursiers. Pour les six années sur lesquelles a porté l'enquête de l'I.D.A., le total des revenus nets de ses membres a oscillé entre quelque 9 p. 100 et 17 p. 100 de leur capital et de leur surplus comme le montre le tableau suivant.

REVENU NET EN POURCENTAGE DU CAPITAL TOTAL
(les emprunts non compris)

—	1951	1956	1959	1960	1961	1962
Membres répondant à l'enquête de l'I.D.A.....	14.5	17.0	10.7	10.2	11.4	9.2
Huit maisons nationales.....	17.1	18.5	10.7	12.0	12.7	8.6

SOURCE: Mémoire de l'Investment Dealers' Association of Canada.

Ce milieu a réalisé de bons profits, qui se comparent avantageusement avec ceux de la plupart des secteurs de l'économie et avec les rendements que nous avons notés ailleurs dans le cas d'autres formes d'activité financière. En outre, l'importance de ces profits et leur tendance sont peut-être en réalité plus favorables que ne l'indique le tableau ci-dessus, car une proportion grandissante des

revenus nets, avant les impôts et la rémunération des associés et actionnaires, est versée à ceux-ci en traitements et bonis. Ceci ne tient peut-être qu'à la nécessité de payer des traitements plus compétitifs et à la tendance à offrir des actions à plus d'employés (environ 20 p. 100 des employés sont maintenant actionnaires); mais il n'en demeure pas moins que traitements et bonis ont atteint en 1962 un niveau trois fois plus élevé qu'en 1951. Comme les propriétaires et les employés supérieurs de ces maisons sont les mêmes gens, il n'importe guère que le rendement des opérations soit distribué sous forme de traitements ou sous forme de dividendes; et on ne sait pas si ces paiements cadrent ou non, et dans quelle mesure, avec les traitements comparables payés

ailleurs aux employés de même compétence. On peut supposer qu'ils ont pour effet de diminuer un peu le chiffre des profits déclarés pour l'ensemble du secteur, avec des variations considérables d'une maison à l'autre. La moyenne des profits nets déclarés, pour les années du tableau ci-dessus, n'est qu'un peu inférieure aux profits des négociants américains en valeurs fédérales pour la période 1948-1958, mais elle est bien supérieure au rendement moyen avant impôts, de 6.4 p. 100 seulement, gagné durant les mêmes années par l'ensemble des négociants en valeurs des États-Unis constitués en compagnies, y compris les courtiers de bourse.

Le tableau 16-1 donne la répartition des recettes du secteur en 1951 et en 1962.

TABLEAU 16-1

RÉPARTITION DES RECETTES DES NÉGOCIANTS EN VALEURS

	1951			1962		
	Catégories			Catégories		
	A	B	C	A	B	C
Recettes (millions de dollars).....	13,895	4,160	6,934	29,879	17,150	13,995
	p.c.	p.c.	p.c.	p.c.	p.c.	p.c.
Dépenses:						
Traitements.....	30.3	36.3	39.1	37.9	35.6	39.8
Communications.....	9.1	10.0	8.8	10.5	10.1	8.1
Équipement et locaux.....	4.7	5.5	5.3	6.5	6.0	6.3
Développement des affaires.....	3.8	2.9	4.7	4.7	3.9	3.9
Autres.....	6.1	6.5	8.3	6.3	7.1	7.8
Revenu avant rémunération des actionnaires ou associés et impôts sur le revenu.....	46.1	38.8	33.7	34.1	37.3	34.1
Moins:						
Traitements, bonis et autre rémunération des actionnaires.....	13.1	13.8	16.3	19.2	20.6	20.3
Impôts sur le revenu.....	15.9	11.9	5.5	6.7	7.2	4.5
Profit net.....	17.1	13.2	12.0	8.1	9.4	9.4

Catégories A: 8 maisons nationales; catégories B: 24 maisons qui maintiennent des stocks importants; catégories C: tous autres membres répondants.

La proportion de ses recettes que le secteur affecte aux traitements et salaires est nécessairement élevée, ce qui est un trait commun à toutes les entreprises de service. Pourtant, les négociants

ont aussi besoin de gros capitaux de participation et d'emprunts pour financer leurs stocks, couvrir leurs engagements de souscription, accorder des crédits sur marge à leur clientèle et protéger leurs

créanciers à court terme dans le cours de leurs opérations ordinaires. Leur affaire est édiflée sur leur capital et leurs bénéfices réinvestis, qui doivent se maintenir au-dessus d'un minimum fixé par l'Association d'après une formule qui tient compte de l'importance de leur passif. En 1961, le capital des membres de l'I.D.A. qui ont répondu à l'enquête était de 61 millions de dollars (presque 66 millions si on ajoute les prêts subalternes de leurs actionnaires et les emprunts obtenus de leurs filiales). Cette somme représentait un placement d'environ \$12,000 sur chacun des 5,400 employés du secteur et se compare avec celle de 26 millions dix ans plus tôt; elle supportait des emprunts totaux de plus de 447 millions, ce qui donne un rapport de 6.8 pour 1. Les emprunts bancaires et non bancaires des négociants sont indiqués au graphique 16-1, qui fait voir l'importance croissante des seconds, surtout dans les temps de restrictions monétaires¹. Ces emprunts aux «country banks» commencèrent à compter pour quelque chose au cours des restrictions de fin 1958 et de 1959, et ils continuèrent à augmenter durant 1960, quand le taux bancaire sur les prêts à vue resta élevé et perdit contact avec le marché. Durant les restrictions provoquées par la crise des changes de 1962, en mai et juin, les «country banks» fournissaient jusqu'à 70 p. 100 des fonds empruntés par les négociants, pour faire presque 300 millions de dollars en chiffres absolus (ils ont depuis dépassé 400 millions de temps à autre).

Ce secteur semble avoir suffisamment de capital pour lui permettre de remplir avec efficacité son rôle dans l'économie. Il s'est montré de plus en plus disposé à maintenir des stocks de titres monétaires et obligataires à mesure qu'il a acquis de l'expérience dans ces marchés; et nous n'avons rien constaté qui indiquerait qu'un manque de capital ait limité cette expansion. Le total des stocks est passé de 46 millions de dollars en 1951 à 212 millions en 1956 et jusqu'à 485 millions en 1962, ce qui n'a pas été un facteur négligeable dans l'épanouissement du marché, même si le milieu manque encore un peu d'audace

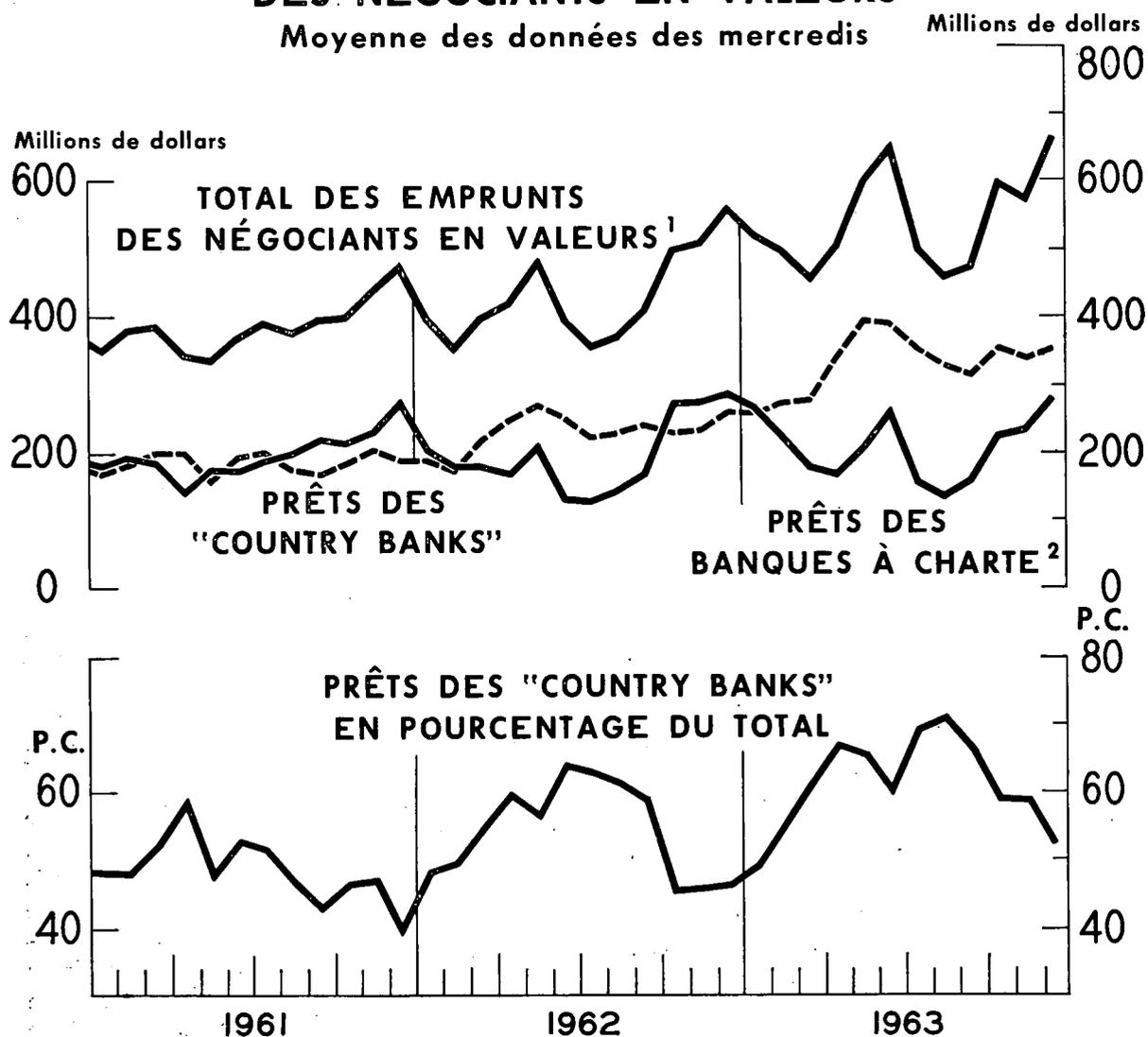
¹ Les chiffres des emprunts non bancaires d'avant le 30 novembre 1960 ne sont pas connus.

à certains égards en matière de stocks. Si on compare le rapport des stocks à l'avoir-propre chez les huit maisons nationales canadiennes et chez les négociants américains en valeurs fédérales, il apparaît que les maisons canadiennes emploient relativement plus de capital. Bien que leurs stocks se soient constamment accrus par rapport à leur capital de 1951 à 1961, ce rapport, en chiffres bruts, n'était que de 9 pour 1 en 1961, au regard d'une moyenne de 15 pour 1 en 1948-1958 dans le cas des maisons américaines. Il s'est évidemment produit de grandes fluctuations au cours des périodes étudiées; les rapports les plus bas ont été respectivement 2.4/1 et 9.1/1 pour les maisons canadiennes et américaines, et les plus élevés, 9/1 et 26/1. Il faut tenir quelque compte des différences de composition des portefeuilles des négociants canadiens et américains, mais ces chiffres ne permettent pas d'affirmer que nos maisons manquent relativement de capital. Les portefeuilles des négociants américains étaient constitués pour les neuf dixièmes environ de valeurs de leur gouvernement fédéral; ce n'était qu'environ 10 p. 100 de plus que la part prise par ces valeurs de faible risque dans les portefeuilles des négociants canadiens, lesquels détenaient dans une mesure correspondante plus d'obligations d'autres gouvernements et d'entreprises (ainsi qu'un petit stock d'actions) qui exigent une marge plus forte.

On ne saurait non plus attribuer à un manque de capital les faiblesses que l'on peut noter du côté des opérations de souscription, y compris la hâte parfois presque inconvenante avec laquelle les nouvelles émissions sont vendues. Nous n'avons pas trouvé d'indication que des maisons aient refusé de souscrire à des émissions parce que leur capital était insuffisant; on s'est plutôt plaint à nous que le volume des nouvelles émissions était trop petit par rapport aux ressources du milieu. Une maison qui se trouve à court de capital peut faire entrer d'autres maisons et des banques dans son syndicat de souscription pour partager sa responsabilité. Ou bien il se peut qu'elle ait accès à des prêts subalternes ou à d'autres fonds des actionnaires ou d'entreprises associées.

Graphique 16-1
**FINANCEMENT DES STOCKS
 DES NÉGOCIANTS EN VALEURS**

Moyenne des données des mercredis



1. Comprend les ventes réversibles à la Banque du Canada, les prêts des banques à charte et des "country banks"

2. Prêts au jour le jour et à vue aux négociants en valeurs

Nous n'entendons pas soutenir qu'il ne serait ni souhaitable ni avantageux que le secteur disposât de plus de capital; nous disons simplement que nous ne trouvons aucune preuve convaincante que le manque de capital ait limité l'effi-

cacité des négociants dans l'ensemble. En outre, leur capital nous a paru suffisant dans l'ensemble pour protéger le public contre le risque d'insolvabilité entraînée par l'évolution défavorable du marché ou d'autres causes. Les normes de l'I.D.A.

semblent raisonnables sur ce point, bien que le minimum de \$25,000 doive, à notre avis, être encore relevé. On s'assure que les normes concernant le capital sont respectées en procédant à des vérifications annuelles et à des sondages de temps à autre, en contrôlant étroitement les nouveaux membres et en s'empressant d'imposer des sanctions au besoin. Mais seulement les districts de l'Ontario et du Pacifique exigent de tous leurs membres en plus de la vérification annuelle, la production de rapports périodiques sur leur situation financière. Ce régime ne semble pas permettre de contrôler suffisamment les membres, et l'I.D.A. ferait peut-être bien d'adopter un régime d'inspection par des comptables indépendants. Les commissions provinciales de valeurs mobilières ont le devoir de veiller à ce que les négociants aient suffisamment de capital, et elles peuvent effectuer des vérifications périodiques; mais elles se fient généralement à la discipline exercée par les associations en cette matière. A notre avis, il incombe aux autorités de s'y intéresser plus activement, afin d'assurer que les associations continuent de bien exercer leurs fonctions. En outre, le milieu se doit de protéger davantage le public contre les risques de pertes dues aux incendies, aux vols, aux faux, aux disparitions sans cause, etc. L'I.D.A. a récemment haussé de \$30,000 à \$100,000 le minimum de l'assurance qu'elle demande à ses membres de porter contre ces risques; mais il serait préférable d'établir le minimum réglementaire selon l'importance des affaires traitées, relation que bien des membres font déjà entrer en ligne de compte.

Ces mesures de protection de la clientèle sont d'autant plus essentielles que l'on manque de renseignements au sujet de ce milieu. Toutes les maisons canadiennes sont des sociétés personnelles ou des compagnies privées, et elles ne sont donc pas tenues de divulguer de renseignements sur elles-mêmes. C'est dire que les personnes qui traitent avec elles sont réduites à se fier à la réputation de chacune ainsi qu'aux règlements et à la surveillance émanant des autorités ou des associations elles-mêmes. A notre avis, des mesures s'imposent pour remédier à ce manque de renseignements, surtout si l'on considère que cer-

tains négociants sont des intermédiaires financiers en ce sens qu'ils acceptent des dépôts à court terme des entreprises et sollicitent des capitaux ailleurs, et que tous les négociants ressemblent aux institutions en ce qu'ils disposent de forts soldes créditeurs appartenant à leurs clients. La protection du public est également en cause parce que les négociants ont la garde de certificats de titres de leurs clients, parfois au porteur ou inscrits au nom même du négociant², et parce qu'ils prennent de gros engagements du fait de leurs opérations de souscription. Enfin, les opérations des négociants qui affectent leurs propres stocks, qui sont également de la nature des fonctions d'intermédiaire, peuvent avoir des effets importants sur le marché monétaire et les marchés d'obligations; et ces opérations devraient faire l'objet de plus de renseignements.

Il se publie maintenant des renseignements au moins trimestriels sur les éléments principaux de l'actif et du passif des classes les plus importantes d'intermédiaires financiers, et nous estimons souhaitable que l'ensemble des maisons de placement fasse l'objet d'une publication régulière de semblables renseignements, y compris un état combiné annuel de leurs revenus et dépenses³. Comme premier pas dans cette voie, l'I.D.A. devrait publier la statistique des emprunts hors banques qu'elle compile actuellement chaque semaine pour ses membres⁴. De plus, les maisons qui émettent des billets à ordre ou qui acceptent des dépôts sous d'autres formes, y compris des soldes créditeurs de clients, devraient aussi être tenues de fournir leur bilan sur demande—comme certaines le font déjà—aux détenteurs de ces créances. Les autorités, le grand public qui place ou obtient des capitaux, et peut-être surtout le monde du placement lui-même, bénéficieraient des résultats d'une divulgation plus complète. Au fait, beaucoup de maisons de placement aux États-Unis, y compris des filiales de

² Ces certificats doivent cependant être comptabilisés et conservés à part.

³ Le B.F.S. recueille maintenant des renseignements trimestriels sur l'actif et le passif.

⁴ Cette statistique devrait être améliorée en portant aussi sur les positions à découvert.

maisons canadiennes, publient actuellement au moins le chiffre de leur avoir propre, et nous espérons que les maisons canadiennes jugeront utile de faire de même. L'I.D.A. et les bourses nous ont accordé leur entier concours pour recueillir et compiler des données sur leurs secteurs respectifs, et elles sont maintenant bien placées pour continuer à le faire de façon régulière.

Nous n'entendons pas en formulant ces recommandations mésestimer le rôle important que joue l'I.D.A. pour protéger le public et hausser les normes du milieu. Fondée en 1916, elle représente les négociants de tout le pays répartis en six districts; elle a pour fonction principale d'encourager ses membres à adhérer à des pratiques de saine finance et à des normes élevées d'éthique professionnelle. Les Commissions de valeurs mobilières, qui manquent de personnel, ont laissé à l'I.D.A. un vaste champ d'action et de grandes responsabilités, en l'aiguillonnant de temps à autre. Malgré les difficultés inhérentes à un régime d'auto-discipline, et malgré les problèmes particuliers que pose un milieu où la puissance est concentrée, l'Association s'est bien acquittée de sa tâche et s'applique à relever davantage les normes acceptées. Elle dirige aussi un bon programme d'éducation pour les employés de ses membres et pour le public; et elle a imposé récemment des normes minima de qualification des personnels de vente. En outre, l'Association représente les négociants dans les discussions avec les organismes publics et autres, fait rédiger et diffuse une foule de publications et fournit des données statistiques en quantité limitée mais croissante. Elle établit aussi les règles de base qui gouvernent les négociateurs et les transactions sur titres en général, sauf les transactions boursières.

SOUSCRIPTION

C'est par la souscription et la distribution des émissions nouvelles que les négociants influent le plus sur la répartition des ressources physiques et sur le niveau de l'activité économique. Le

monde du placement mobilise chaque année des fonds considérables. En 1962, il a souscrit ou aidé à placer le gros des 2.7 milliards de dollars de nouvelles émissions des provinces, des municipalités et des entreprises qui figurent au tableau ci-après; en outre, il a contribué à distribuer les 3.4 milliards de dollars d'émissions directes et garanties lancées la même année par le gouvernement fédéral.

Le tableau montre la croissance du montant des émissions de valeurs depuis la guerre, le recul des émissions des entreprises ces dernières années (à mesure que les investissements du monde des affaires ont fléchi et que ses sources internes de capitaux ont augmenté) et l'expansion des émissions des gouvernements (à mesure que leurs déficits se sont amplifiés et que les sociétés de la couronne ont gagné en importance). Le tableau fait également voir la place relativement petite des émissions d'actions, qui tient à la préférence des entreprises pour le financement par emprunt quand leur situation financière le permet, aux conséquences fiscales de la non-déductibilité des dividendes, et à l'importance croissante de leurs profits réinvestis comme source de capital de participation.

Les négociants en valeurs sont normalement plus qu'un simple canal par où le papier passe de l'emprunteur au prêteur et par où l'argent coule en sens inverse. L'étendue de leur rôle varie beaucoup: il est assez réduit lorsqu'il s'agit de préparer une simple émission de droits, de souscription et assez considérable quand une petite compagnie s'adresse au marché pour la première fois. Dans ce dernier cas, le souscripteur peut être appelé à conseiller l'emprunteur de façon très détaillée au sujet de la structure financière et des affaires de l'entreprise, de la sorte de titres à émettre, du grosseur, date, prix, terme de l'émission, et de la catégorie d'acheteurs auxquels il faut la vendre. Il n'y a donc pas à s'étonner que le prix du service ainsi rendu soit proportionné aux efforts et aux risques du souscripteur, et puisse atteindre de 10 à 20 p. 100 de la valeur brute d'une petite émission. Cependant, le rôle le plus commun du négociant, qu'il s'agisse de distributions dans le

TABLEAU 16-2

ÉMISSIONS NOUVELLES, BRUTES ET NETTES, DURANT CERTAINES ANNÉES^a
(valeur au pair en millions de dollars canadiens)

	1946		1951		1956		1962	
	brutes	nettes	brutes	nettes	brutes	nettes	brutes	nettes
Canada (directes et garanties).....	984	137	578	-458	1,527	-616	3,442	521
Provinces (directes et garanties).....	133	-2	419	250	635	540	1,088	661
Municipalités (directes et garanties).....	150 ^c	-5	250 ^c	176	355	224	509	215
Entreprises.....	581	-8	438	293	1,042	792	765	315
Autres obligations.....	n.d	n.d	n.d	n.d	15	6	12	-2
Actions privilégiées ^b	89 ^c	-14	29	-15	190	175	87	65
Actions ordinaires ^b	83 ^c	81	208	207	514	514	251	250
	2,020	189	1,922	453	4,278	1,635	6,154	2,025
Total excluant Canada (directes et garanties).....	1,036	52	1,344	911	2,751	2,251	2,712	1,504

^aNon compris les bons du Trésor, les billets du Trésor, les certificats de dépôt et le papier commercial.

^bAux prix offerts.

^cEstimatif.

SOURCE: *Statistique de la Banque du Canada.*

public ou de placements privés, consiste à fournir des conseils sur le prix, l'échéance et les autres conditions d'une émission.

La méthode de souscription la plus fréquente en Amérique consiste en un engagement de souscription ferme par lequel le souscripteur achète toute l'émission, assume le risque de la vendre et se paie en touchant la différence entre le prix qu'il consent à l'emprunteur et le prix qu'il obtient du public. Il peut obtenir l'émission par voie de négociation ou la gagner aux enchères. La souscription sous option, en vertu de laquelle l'émetteur accorde au souscripteur une série d'options sur des blocs d'actions non émis en retour d'un engagement ferme portant sur un premier bloc, intervient surtout dans le financement d'entreprises minières et sera discutée dans le prochain chapitre. Cependant, dans le cas des petites émissions municipales en particulier, le négociant peut prendre une option d'une durée limitée sur l'ensemble de l'émission; s'il trouve des preneurs intéressés, il achète alors les obligations. Le négociant peut aussi agir simplement comme agent; dans ce cas, il fait de son mieux pour vendre une émission et touche une commission sur les commandes qu'il obtient, ou bien il

aide l'emprunteur à localiser des capitaux et à négocier des conditions raisonnables avec l'acheteur, lequel est d'habitude une ou quelques grandes entreprises financières. Ces placements directs permettent ordinairement de réduire les frais au minimum (les prescriptions des lois sur les valeurs mobilières au sujet de l'enregistrement et du prospectus ne s'appliquent pas à ces émissions), et d'adapter les modalités de l'émission aux besoins particuliers de l'emprunteur. Dans certains cas, il est aussi plus facile de renégocier les clauses de cette sorte d'émission, bien que le prêteur se trouve souvent en bonne posture pour se montrer exigeant au départ quant aux taux d'intérêt et aux autres modalités. Aux États-Unis, 50 p. 100 environ des émissions des entreprises sont placées privément, dont la moitié sans le concours d'un négociant; par contre, cette méthode de lever des capitaux est moins fréquente au Canada, et l'émetteur a recours d'habitude aux conseils d'un négociant.

La presque totalité des émissions des compagnies et un nombre croissant d'émissions des provinces et des grandes municipalités sont placées en vertu d'une souscription ferme négociée avec un agent financier. Selon la manière habituelle

de procéder, l'emprunteur entre d'abord en contact avec le ou les négociants avec lesquels il entretient des relations ou a passé un contrat d'agence; et on discute de la nature, de la date et des modalités de l'émission, ainsi que de son mode de distribution, sur le marché ou par vente directe. Si l'émission tombe sous le coup des lois sur les valeurs mobilières, on prépare le prospectus, l'acte de fiducie, les états financiers et les autres documents nécessaires, et on amorce les formalités d'enregistrement. Lorsque l'émission est presque prête, on convoque le syndicat de souscripteurs, qui est presque toujours composé du même groupe de négociants pour toutes les émissions semblables de cet emprunteur, et on en invite chaque membre à prendre sa part habituelle du risque. On signe ensuite la convention ferme qui définit les conditions de la souscription, et le démarchage des clients commence un ou deux jours après, ou même le même jour dans certains cas; le paiement et la livraison des valeurs interviennent deux ou trois semaines plus tard. On peut former aussi un syndicat de vente, surtout si l'émission est considérable; les négociants qui en font partie soumettent des commandes fermes pour leur propre compte, sujettes à n'être que partiellement remplies, sur lesquelles ils touchent une commission ou remise. C'est dire qu'en fait, le directeur du syndicat assume la totalité du risque de l'émission pour la répartir pratiquement simultanément parmi les membres des syndicats de souscription et de vente. Dans le cas d'une émission assujétie aux lois sur les valeurs mobilières, l'ensemble de ces étapes peut prendre de trois semaines à plusieurs mois; pour les autres émissions, comme celles des gouvernements, il peut ne s'écouler que 10 jours s'il s'agit d'une petite municipalité, ou même que 3 jours dans le cas d'une grosse province. Dans ces cas, dès que le directeur du syndicat apprend que le gouvernement entend emprunter, il consulte d'habitude sans délai le comité directeur du syndicat avant l'établissement du prix définitif et la signature des conventions. Si l'émission est mise en adjudication, comme c'est le cas de la plupart des émissions municipales, tous les membres du syndicat, ou du moins les principaux, se réuni-

ront pour s'entendre sur les modalités de leur soumission.

Ces pratiques sont efficaces pour bien répartir les risques et bien placer les émissions, mais elles soulèvent des problèmes. Le problème majeur est peut-être la rigidité qu'elles confèrent au monde du placement. Les syndicats, une fois formés, tendent à se scléroser; les nouvelles maisons sont presque incapables d'y entrer, et les membres dynamiques et progressifs d'un syndicat ont autant de peine à faire augmenter leur participation. Les membres des syndicats, surtout de ceux qui sont formés pour les émissions des entreprises, se plaignent aussi qu'on leur accorde rarement l'occasion d'exprimer leur avis, et qu'on leur donne souvent moins de 24 heures pour décider s'ils acceptent ou non de prendre leur participation. Vu la rigidité des syndicats, les membres se sentent d'habitude forcés de suivre, même s'ils croient l'émission sans attrait, car ils ne seront pas invités à participer aux émissions subséquentes s'ils ne prennent pas leur lot habituel chaque fois. Il est aussi de pratique courante au Canada que le directeur du syndicat de souscription mette de côté entre 40 et 60 p. 100 de l'émission pour la vendre au nom du groupe au syndicat de vente et aux grandes institutions. Ces institutions forment ce que le milieu appelle la «liste réservée», que seuls le directeur du syndicat ou les négociants par lui autorisés peuvent démarcher. Cela renforce d'autant la situation du directeur auprès des acheteurs institutionnels et vis-à-vis les autres négociants, bien que cela protège aussi les institutions contre une avalanche de sollicitateurs durant le placement d'une émission. Cela vise aussi à empêcher les acheteurs puissants de mettre les vendeurs en concurrence entre eux-mêmes pour tenter de leur faire rompre les conventions insérées dans les contrats des syndicats de souscription et de vente au sujet des prix minima.

Les syndicats américains sont beaucoup plus souples, même s'il ne l'ont pas toujours été. Cela tient en partie à ce que les règles de la Securities and Exchange Commission, concernant le capi-

tal non entamé des négociants, obligent parfois une maison qui a de gros engagements à s'abstenir de participer à un syndicat. Les émissions sont aussi beaucoup plus nombreuses aux États-Unis, et le nombre des directeurs de syndicat y est beaucoup plus élevé; aussi, le refus de participer à un syndicat n'a pas les mêmes conséquences qu'au Canada sur les recettes courantes et futures d'une maison. Chose plus importante encore, cependant, à cause de l'ampleur et de l'anonymat du marché américain, les considérations de prix tendent à y avoir plus de poids que les échanges de bons procédés entre négociants. C'est pourquoi les maisons qui réussissent habituellement bien à vendre leurs participations continuent à être invitées à prendre part aux émissions subséquentes, même si elles ont décliné la dernière invitation qu'on leur a faite; les marges sont assez minces pour décourager certaines des maisons incompetentes et les directeurs de syndicat traitent plutôt rudement les incapables. Nous espérons que les milieux canadiens acquerront une fluidité semblable, surtout maintenant que le milieu est assez développé pour laisser libre jeu aux forces impersonnelles de la concurrence sans affecter la qualité des services fournis aux emprunteurs.

La situation actuelle au Canada confère d'énormes pouvoirs à un nombre assez faible de directeurs de gros syndicats. Comme ils participent tous aux syndicats les uns des autres et que les autres maisons n'osent pas leur disputer une grosse émission de peur de perdre leurs participations à tous les syndicats qu'ils dirigent, il existe peu de concurrence sur les prix dans le domaine des souscriptions aux émissions des compagnies, des grandes municipalités et des provinces; et les pressions continuelles des meilleurs membres des syndicats pour accroître leurs participations demeurent relativement infructueuses. Certes, on se voit parfois forcé de rogner un peu les prix; mais la concurrence revêt plutôt d'autres formes comme, par exemple, de rendre service pour les transactions sur le marché monétaire ou de fournir renseignements et conseils sur les marchés de valeurs et de denrées. Cette situation

tient en partie aux émetteurs, qui répugnent à changer d'agent financier pour des raisons de prix ou de services. En fait, on voit même des émetteurs insister pour que la participation de chacun des membres du syndicat ne change pas même s'ils ne placent pas convenablement leur part. Il faut louer les mesures adoptées récemment par certaines maisons afin de donner du champ à leurs collègues progressifs et plus efficaces, en réduisant les participations accordées aux incapables. Les émetteurs eux-mêmes peuvent aider à ces progrès en s'intéressant davantage à la qualité du travail des membres de leurs syndicats.

Le mémoire que nous a présenté l'I.D.A. examine les avantages et les inconvénients de la présence des banques à charte dans les syndicats. En ajoutant au capital et à la capacité de vente au détail des groupes rivaux de négociants, la participation des banques, qui se limite surtout aux émissions municipales et provinciales, peut remplir un rôle utile. C'est une pratique qui ne semble pas avoir affaibli le milieu du placement, et il n'existe pas de raison pour qu'elle le fasse tant que les négociants se montreront alertes et agressifs. Cependant, si les banques demeurent dans ce domaine, elles devraient le faire ouvertement et endosser la même responsabilité aux yeux du public que les autres souscripteurs avec lesquels ils s'associent. A l'heure actuelle, les banques sont soustraites à cette responsabilité par l'article 157 (2) de la Loi sur les banques qui interdit de faire figurer le nom d'une banque dans un prospectus ou une annonce concernant la vente de valeurs autres que celles du gouvernement du Canada. Il faudrait, à notre avis, modifier cette disposition afin que les banques deviennent liées comme les autres souscripteurs par l'obligation de divulguer leur nom conformément aux lois sur les valeurs mobilières. Afin d'empêcher qu'on use sans scrupule du nom d'une banque pour vendre des valeurs—c'est la raison primitive qui a fait adopter cet article de la Loi en 1944—l'article pourrait continuer d'interdire de mentionner le nom d'une banque dans un prospectus ou une annonce quand la banque n'est pas membre du syndicat, sauf si la banque y donne son

consentement exprès. La suppression de la restriction actuelle amènera peut-être les banques à participer davantage à la distribution des valeurs; mais les négociants demeureront les mieux placés pour conseiller les emprunteurs autant que les prêteurs sur le marché. En outre, les gérants de succursales de banque, pris par des fonctions de caractère bien différent, ne chercheront vraisemblablement pas à devenir des spécialistes pour vendre des valeurs qui font réduire leurs dépôts.

Pour déterminer si le marché des nouvelles émissions sert bien les emprunteurs, il faut examiner si les frais de souscription sont raisonnables. L'enregistrement d'une émission auprès des diverses commissions des valeurs mobilières coûte environ \$200 en moyenne, y compris les honoraires de l'avocat appelé à se prononcer sur la validité de l'émission. Plus importants sont les autres honoraires d'avocats qui dans le cas d'émissions obligatoires complexes peuvent atteindre jusqu'à \$30,000, les honoraires des fiduciaires, les honoraires de vérification s'il en faut une, les frais d'impression des certificats, et peut-être les honoraires d'ingénieur et autres pour des conseils et services techniques. Le total, non compris la rémunération des souscripteurs, varie normalement entre \$15,000 et \$50,000, et la plupart des émissions coûtent de \$25,000 à \$30,000. Il n'existe pas de données d'actualité sur le sujet aux États-Unis, mais, d'après une étude de la Securities and Exchange Commission publiée en 1957, une émission d'obligations de 15 millions faites par une compagnie coûterait environ \$100,000, sans compter la rémunération des souscripteurs, soit le double des frais maximums qu'il en coûte actuellement au Canada. Le coût des émissions gouvernementales est naturellement beaucoup moindre et ne compte pas beaucoup dans l'ensemble.

Ce qui coûte le plus cher dans le lancement d'une émission, c'est la rémunération du négociant en valeurs. Cette rémunération couvre parfois aussi la valeur de services de consultation ou d'opérations sur le marché qui sont fournis de façon continue et qui ne se rattachent pas directement à une souscription particulière, bien que

des honoraires distincts soient demandés à l'occasion pour ces services. Les frais généraux du négociant ne varient pas beaucoup selon l'importance de l'émission, et ils peuvent même être plus considérables s'il s'agit de préparer une petite émission complexe d'une compagnie qui s'adresse au marché pour la première fois que pour lancer toujours la même sorte de grosse émission d'une entreprise établie. En outre, les aléas de l'émission varient souvent en fonction de la taille et de la nouveauté de l'entreprise. Il y a quelques années encore, le négociant payait ses propres frais d'avocat; mais maintenant c'est l'émetteur qui paie généralement ces frais, en partie, à cause de la modification apportée en 1955 à la loi de l'impôt sur le revenu—article 11 (1) (cb)—qui autorise à déduire du revenu imposable des compagnies les dépenses occasionnées par l'émission et la vente de valeurs. Le montant payé au souscripteur n'est pas déductible cependant, et c'est un point sur lequel on nous a formulé des observations, mais que nous croyons préférable de laisser à la Commission royale d'enquête sur la fiscalité.

D'après la comparaison des résultats d'une étude des frais de souscription aux États-Unis en 1951-1955⁵ avec des données canadiennes portant sur la même période, les marges au Canada étaient généralement plus fortes dans le cas des grosses émissions, mais elles étaient ordinairement moindres dans le cas des petites émissions. Les marges pratiquées au Canada ne semblent pas avoir beaucoup varié depuis cette époque et se tiennent d'habitude entre 2 et 3 p. 100 dans le cas de bonnes émissions d'entreprises, entre 3 et 5 p. 100 dans celui d'entreprises solides mais moins bien connues, et entre 5 et 10 p. 100 et même davantage dans celui d'entreprises qui n'ont pas fait leurs preuves. Aux États-Unis, d'autre part, les marges se sont sensiblement amenuisées; alors que dans le cas des entreprises de services publics elles sont toujours demeurées en bas de 1 p. 100 et se sont tenues en 1961 à une moyenne d'environ 0.8 p. 100, elles ont descendu en bas de

⁵ Étude de la S.E.C., *Cost of Flotations of Corporate Securities, 1951-1955*.

1 p. 100 la même année dans le cas des émissions d'entreprises industrielles. Les marges dans le cas des bonnes émissions d'obligations d'entreprises semblent donc être deux ou trois fois plus fortes au Canada qu'aux États-Unis. Pour les émissions d'actions faites par distribution de droits aux actionnaires les honoraires de souscripteur semblent être plus favorables au Canada qu'aux États-Unis, et ils s'établissent en moyenne entre 0.5 et 1.0 p. 100; les actions non souscrites par les actionnaires sont prises par le négociant pour une commission légèrement supérieure, ou sont vendues à l'enchère. Les marges des souscripteurs dans le cas de la plupart des émissions provinciales s'inscrivent normalement entre $\frac{3}{4}$ et $1\frac{1}{4}$ p. 100. Pour les émissions des grandes municipalités, les marges se situent entre 1 et $1\frac{1}{2}$ p. 100; et elles vont en augmentant, jusqu'à 4 p. 100 dans le cas des émissions de moins bonne qualité qui n'attirent pas beaucoup de soumissionnaires. Bien qu'il soit difficile de faire des comparaisons avec les marges américaines, les frais des émissions provinciales semblent à peu près les mêmes que ceux d'émissions américaines comparables, mais ils sont supérieurs à ceux de certaines grosses émissions américaines vendues par adjudication; les frais de bien des émissions municipales canadiennes se comparent favorablement à ceux que l'on voit aux États-Unis.

Si les marges sont généralement plus élevées au Canada, surtout dans le cas des émissions d'entreprises, cela vient en partie de l'importance relativement plus grande du marché de détail au Canada. Le milieu estime que 40 à 60 p. 100 de bien des émissions canadiennes peuvent être vendues à des particuliers, ce qui occasionne des frais de distribution plus élevés⁶. Mais si les marges sont plus fortes au Canada, c'est également sans doute parce que les affaires de souscription au Canada sont très concentrées, parce que les appels de soumissions concurrentes sont peu fréquents pour les émissions nouvelles (sauf

pour les émissions municipales où les marges au Canada, fait à noter, sont d'habitude inférieures), et parce que le milieu en général ne se livre pas à une sérieuse concurrence dans le domaine de la souscription. Certes, il n'est pas possible ni souhaitable que chaque emprunteur offre ses nouvelles émissions à l'enchère. Ainsi, par exemple, il est manifestement avantageux pour une petite compagnie inconnue du marché de s'entendre avec un négociant qui lui fournira régulièrement des conseils professionnels et qui amènera la clientèle à s'intéresser à ses titres; il en va de même pour une entreprise dont les besoins sont complexes. Les avantages sont moins manifestes dans le cas d'une grande compagnie, qui a des spécialistes en finance à son emploi et qui lance périodiquement des émissions toujours semblables, sans compter qu'elle peut engager des conseillers financiers séparément. Comme nous l'avons mentionné au chapitre 4, nous croyons qu'on peut exagérer l'avantage qu'il y a à avoir un agent et souscripteur financier permanent, et qu'on peut inciter des négociants à maintenir des marchés secondaires sans nécessairement établir avec eux des liens permanents à titre d'agents financiers. La plupart des émissions d'obligations des entreprises comportent un fonds d'amortissement qui sert à soutenir le marché et qui peut être utilisé sans qu'on ait à passer une convention permanente d'agence financière. Il nous semble donc étonnant qu'au Canada les compagnies et les entreprises de services publics ne fassent pour ainsi dire jamais d'appels de soumissions de souscription, vu surtout que cette méthode, qui est obligatoire pour la plupart des entreprises américaines de services publics, semble si bien réussir à réduire les frais de souscription aux États-Unis. S'il ne se tenait même des enchères qu'à l'occasion, cela assurerait de meilleurs prix et réduirait les frais, servirait de point de repère aux entreprises qui pourraient préférer négocier leurs émissions, et donnerait plus de chance aux nouvelles et petites maisons de placement de s'étendre et de se développer dans la mesure où elles sont suffisamment solides et compétitives pour gagner ces émissions et les bien distribuer.

⁶ Cependant, d'après les chiffres de la Banque du Canada sur la répartition des portefeuilles d'obligations, les Canadiens autres que les principales institutions financières paraissent plutôt détenir en moyenne 30 p. 100 de l'ensemble des émissions non fédérales, et un peu plus des émissions fédérales.

Faute de procéder par enchères, les emprunteurs ont cherché à réduire les frais de souscription par d'autres moyens. Ainsi, par exemple, deux provinces se sont passées de souscripteurs et ne paient qu'une commission de vente aux négociants qui placent leurs obligations. Surtout du côté des émissions d'entreprises, le placement direct auprès des institutions financières a pris plus d'importance, en partie dans le but de réduire les marges des négociants mais aussi pour éviter les frais d'enregistrement et de prospectus. En outre, les distributions de droits aux actionnaires, qui réduisent aussi beaucoup les frais de souscription et, dans certains cas, ne relèvent pas des lois sur les valeurs mobilières, sont devenues beaucoup plus fréquentes comme méthode d'obtenir du capital-actions additionnel. Les provinces et les grandes municipalités, d'autre part, tendent à abandonner l'usage de demander des soumissions. Cela se justifie peut-être pour des émissions de grosseur exceptionnelle, mais nous croyons les milieux du placement au Canada assez développés pour bien répondre à un appel de soumissions occasionnel de ces grosses émissions, et qu'on devrait en faire au moins de temps en temps, ne serait-ce que pour s'assurer que les marges des souscripteurs ne deviennent pas exagérées. Nous réalisons qu'une soumission trop optimiste présentée par un syndicat faible peut faire échouer une émission et affecter le crédit de l'emprunteur; mais on peut s'en garder dans une certaine mesure en exigeant des syndicats la preuve que leur capital est suffisant ou en demandant que leur soumission s'accompagne d'un dépôt raisonnable.

Notre conclusion générale est qu'une concurrence plus vive dans le domaine de la souscription serait à l'avantage du pays, et que les marges des souscripteurs pourraient diminuer un peu sans que le monde du placement en souffre, si l'on en juge d'après l'ardeur avec laquelle les négociants essayent d'augmenter leurs participations dans les syndicats et d'après le niveau général des bénéfices de ce milieu. Nous ne voudrions cependant pas créer l'impression que les frais de souscription sont excessifs au point

de gêner le fonctionnement normal du marché: la réduction des marges, si importantes qu'elle puisse être pour l'émetteur en termes de coût immédiat, n'aurait que des effets minimes sur le taux de rendement annuel d'une émission à 20 ans.

Les affaires de souscription au Canada comportent trois autres aspects où des changements pourraient améliorer la répartition des ressources et le fonctionnement des marchés. En premier lieu, les grandes maisons bien pourvues de capitaux semblent avoir tendance à refuser leur appui aux entreprises qui présentent certains risques. Bien que la plupart de ces entreprises réussissent à trouver un distributeur, surtout parmi les maisons plus petites et plus agressives, les capitaux de souscription disponibles pour cette sorte d'opérations sont plutôt faibles et les frais d'émission en sont probablement plus élevés qu'ils ne le seraient si les grandes maisons y participaient activement. Les grandes maisons semblent croire que, s'étant gagnée une réputation de négociants de grande classe qui ne traitent qu'en titres de tout repos, leurs affaires souffriraient si elles s'occupaient d'émissions moins sûres. Elles jugent également que leurs frais généraux élevés les empêchent de souscrire à de petites émissions à des conditions raisonnables, et elles répugnent à exiger des taux élevés de commissions. Ce dernier motif est parfois valable quand une souscription de plus générerait les ressources matérielles et financières de la maison; mais il arrive fréquemment que la capacité de souscrire du négociant ne soit pas pleinement utilisée par la préparation d'émissions de première qualité, et qu'il n'en coûterait guère de la faire servir à d'autres fins. La première objection se comprend peut-être mieux, bien qu'il ne soit pas rare que les clients des maisons mêmes les plus pondérées veuillent inclure dans leur portefeuille quelques valeurs spéculatives.

Il existe, heureusement, un certain nombre de petites maisons qui ne se soucient pas autant de la façade et qui se font moins scrupule d'exiger le prix que leurs services leur paraissent valoir. Cependant, à cause des frais élevés qu'entraîne le lancement d'une émission, même ces maisons ne

souscrivent que rarement à des émissions industrielles de moins de \$250,000 et leurs marges peuvent atteindre jusqu'à 20 p. 100. En réalité, les très petites émissions d'entreprises ne sont pas faites pour la vente sur le marché; des prêts à terme de banques ou d'autres institutions financières, ou l'assistance d'institutions de développement spécialisées peuvent mieux répondre à ce genre de besoins. Nous croyons cependant que les grandes maisons de souscription pourraient jouer un rôle utile en s'employant plus activement à placer des émissions d'entreprises de l'ordre de \$250,000 à \$1,000,000. De fait, certaines le font déjà par placements privés, et nous espérons que cette tendance s'accroîtra.

Le deuxième point faible du milieu est sa répugnance à assumer des risques réels de souscription pour une période le moins prolongée. L'accord du souscripteur et de l'émetteur sur le prix de l'émission n'intervient normalement qu'à la dernière minute, même s'ils se sont entendus plus tôt sur l'ordre de grandeur de ce prix. En outre, le contrat de souscription ferme, qui n'est signé que lorsque le prix est fixé, contient une clause échappatoire qui, bien que rarement invoquée, permet au négociant de refuser l'émission si le marché faiblit appréciablement sous le prix convenu. Enfin, on obtient souvent des commandes d'institutions et d'autres acheteurs avant de signer le contrat de souscription, si bien que l'étendue réelle de l'engagement du souscripteur et de son syndicat est souvent négligeable. Cette obsession à couvrir rapidement ses risques, malgré la façon dont on les dilue par le régime de syndicat, conduit parfois les négociants à fixer le prix des émissions trop prudemment aux dépens des émetteurs, ou à réduire la grosseur des émissions qu'ils veulent distribuer. Cependant, ce dernier problème—qui amenait peut-être naguère certains emprunteurs à se tourner vers le marché américain—se pose maintenant moins fréquemment, et le milieu montre depuis quelque temps qu'il sait placer des émissions très considérables. Nous espérons qu'il acceptera graduellement de considérer que les obligations des souscripteurs peuvent s'étendre sur de plus longues périodes.

La vitesse que l'on met à distribuer les émissions suscite un troisième problème: le peu de temps laissé à l'acheteur pour décider s'il veut acheter des valeurs d'une nouvelle émission. Vu que les équipes de vendeurs sont mobilisées afin de liquider le risque en quelques jours ou même en quelques heures après que l'émission est formellement lancée, et vu que des commandes ont été officieusement prises à l'avance, certains acheteurs, s'ils en entendent jamais parler, n'ont que quelques heures pour se décider; parfois, à la vérité, ils ne peuvent même pas mettre la main sur un prospectus. On pourrait régler ce problème en distribuant, bien avant la date officielle d'émission, un projet de prospectus qui serait complet, sauf au sujet du prix et du rendement. Ces prospectus préliminaires sont en usage aux États-Unis où on les appelle «red-herrings», et permettent au souscripteur de mieux jauger le marché et de fixer avec plus de précision le prix de l'émission en fonction de la demande; par la même occasion, l'acheteur éventuel a la chance d'étudier l'émission avec soin. Pour le moment, cette voie est pratiquement interdite au Canada, par la façon dont on définit le «négoce» des valeurs ainsi que par les dispositions de l'article 39 (1) de la loi sur les valeurs mobilières de l'Ontario, bien que—comme nous l'avons dit—il se fasse un certain sondage du marché des grandes institutions.

Le risque créé par l'emploi des prospectus «red-herrings» est qu'ils peuvent renfermer des renseignements incomplets ou trompeurs. Bien que le prospectus officiel subséquent serait sans doute corrigé et que les maisons de bonne réputation ne manqueraient pas de signaler les lacunes du «red herring», les opérateurs sans scrupules y montreraient peut-être moins d'empressement. On pourrait cependant réprimer les abus en conférant aux commissions des valeurs mobilières le pouvoir d'émettre des injonctions, comme il est pratiqué aux États-Unis, chaque fois que les autorités découvrent des lacunes notables dans le prospectus préliminaire ou officiel. Lorsqu'une injonction est émise, on ne peut légalement commencer ou continuer la sollicitation de com-

mandes tant que les documents d'enregistrement de l'émission ne sont pas amendés de façon à remédier aux lacunes et que la S.E.C. n'a pas levé l'injonction⁷. En plus de l'embarras causé par l'émission d'une injonction, le prospectus de la compagnie passe à la queue des demandes d'enregistrement. L'efficacité de cette procédure se voit à ce que seulement 6 des 1,830 déclarations d'enregistrement présentées à la S.E.C. au cours de l'exercice terminé en juin 1961 ont fait l'objet d'un injonction.

A tout prendre, autoriser l'usage de prospectus préliminaires au Canada présenterait beaucoup d'avantages. Nous recommandons donc d'amender la législation actuelle en conséquence. Ce changement serait pratique aussi pour aider à régulariser le volume des lancements d'émissions, un rôle actuellement rempli par les grandes maisons de souscription qui réussissent d'habitude, en se concertant, à prévenir l'arrivée à peu près simultanée sur le marché de deux grandes émissions. La Banque du Canada s'est organisée pour pouvoir indiquer à une province, sur demande, si une date future donnée semble disponible pour une nouvelle émission; mais certains nous ont instamment demandé d'étudier la possibilité d'établir une méthode plus officielle et publique de coordonner les nouvelles émissions. Cependant, un régime de cette nature ne serait pratique que si tous les gros emprunteurs y collaboraient ou si quelque autorité centrale était nantie du pouvoir de retarder des émissions et de déterminer des priorités. Il n'est probablement ni possible ni souhaitable d'établir un contrôle aussi poussé. D'ailleurs, le problème ne semble pas tellement grave, bien qu'il puisse être à l'avantage de tous les emprunteurs que les gouvernements du Canada, des provinces et des grandes municipalités annoncent à l'avance, au moins dans les grandes lignes, la nature et le calendrier de leurs programmes d'emprunts.

Nous ne touchons pas dans le présent chapitre la question du lancement d'émissions sur le marché américain car nous en parlons ailleurs. Les négociants y jouent un rôle important en indi-

quant aux emprunteurs s'il y a lieu ou non de recourir aux capitaux américains; vu les liens étroits qui unissent les marchés canadiens et américains, les négociants sont très sensibles aux écarts de taux d'intérêt et à l'abondance relative de fonds sur les deux marchés. Les nouvelles émissions sont souscrites à peu près de la même manière sur les marchés étrangers que sur le marché intérieur, sauf que les placements privés y sont plus fréquents et que les syndicats s'y composent d'habitude de maisons canadiennes qui font affaires aux États-Unis et de maisons américaines expérimentées et qui détiennent un pouvoir de distribution, en particulier sur le marché institutionnel.

Enfin, nous désirons considérer la question des conflits d'intérêt indésirables qui surgiraient, selon certaines opinions qui nous ont été soumises, entre les opérations de souscription et les autres activités des négociants. Le négociant en valeurs, en devenant administrateur d'une entreprise dont il est l'agent financier, en vertu d'un contrat ou tacitement, se met en position d'utiliser des renseignements de première main à son propre bénéfice et peut-être au détriment des intérêts des autres actionnaires. Mais une telle situation a pour avantage de permettre au négociant d'influer sur la direction de l'entreprise de façon à protéger les placements de ses clients. Il peut d'ailleurs de toute façon obtenir des renseignements en vertu d'une clause de son contrat avec l'émetteur, et il faudra bien qu'on le tienne informé si on lui demande d'agir comme conseiller financier. S'il existe donc des avantages à ce que ceux qui agissent comme agents financiers des entreprises n'en représentent pas également les actionnaires à titre d'administrateurs, il existe également des inconvénients; et nous ne pensons pas qu'il serait utile d'interdire légalement aux négociants en valeurs d'être administrateurs des compagnies dont ils sont agents financiers. Il y a moyen de remédier aux abus qui pourraient découler de ces relations en recourant aux lois actuelles ou aux dispositions législatives que nous proposerons dans le prochain chapitre.

⁷ Article 8 (d) de la United States Securities Act de 1933.

Nous avons également pensé au conflit d'intérêt qui peut surgir lorsque le négociant agit comme agent aussi bien que pour son propre compte, c'est-à-dire lorsqu'il se trouve tantôt simplement à faire rencontrer les acheteurs et les vendeurs et à conseiller la clientèle de façon objective, et tantôt à vendre aux clients des valeurs qu'il possède lui-même. Les commissions des valeurs mobilières et les associations du secteur ont pris des mesures afin d'obliger les négociants à indiquer au client s'ils agissent pour leur compte ou comme agent, pour que celui-ci puisse juger si les conseils qu'il reçoit sont pleinement impartiaux. Ils ne le sont évidemment pas toujours, ne serait-ce que parce qu'une maison a tendance à s'enthousiasmer pour les émissions qu'elle connaît le mieux, mais nous n'avons pas relevé de signes d'abus répandus et graves au point qu'il faille bouleverser le commerce des valeurs en imposant la séparation du négoce en gros et de la souscription d'une part et du courtage d'autre part.

LE MARCHÉ SECONDAIRE DES OBLIGATIONS

Les titres, une fois souscrits et placés, se négocient de la façon ordinaire sur le marché secondaire. Ce marché, en augmentant la transférabilité des titres et en servant de baromètre de leur valeur, permet au marché primaire des nouvelles émissions d'être plus étendu et moins coûteux qu'il le serait à défaut de ce négoce subséquent. Les négociations sur le marché secondaire des obligations sont conduites sans formalités; les principaux négociants sont reliés par lignes téléphoniques dont la plupart sont directes à l'intérieur de chaque grande ville; et ils sont fréquemment reliés par lignes directes avec leurs sièges sociaux respectifs. Même s'ils sont dispersés dans tout le pays, en ce sens que le commerce se pratique dans toutes les agglomérations importantes, c'est à Montréal et à Toronto que se concentrent le gros du volume des négociations, la demande et l'offre résiduelles, et presque tous les stocks des négociants.

Il n'existe presque pas de statistiques sur le marché secondaire, si ce n'est des données détaillées sur les prix et les rendements. Cependant, l'I.D.A. a établi pour nous, par une enquête conduite auprès de ses membres, des renseignements spéciaux sur leurs ventes et leurs stocks; certains de ces renseignements figurent au tableau 16-3. Même si ces chiffres manquent de précision et qu'on doit considérer qu'ils n'indiquent que des ordres de grandeur, on y voit nettement le rôle prépondérant joué par les valeurs du gouvernement fédéral dans les ventes exécutées par les négociants sur le marché secondaire 80 p. 100 de toutes les transactions ont porté sur des obligations fédérales, dont près de 70 p. 100 sur des titres du marché monétaire. Une grande part de ce volume de transactions porte sur les bons du Trésor, car la valeur des ventes des négociants s'élève à environ trois fois la valeur de cette classe de titres en circulation. Leurs ventes d'obligations du gouvernement fédéral d'échéances dépassant la limite du marché monétaire sont beaucoup moins importantes, et elles comprennent des transactions effectuées avec des comptes de l'État tels que le Compte du portefeuille de valeurs et le Compte des rachats. Les transactions des négociants sur le marché secondaire, portant sur les obligations directes et garanties des provinces et des municipalités et sur les obligations des entreprises, étaient encore moins importantes, comparative-ment au total en cours de ces obligations; et les achats pour les fonds d'amortissement constituaient peut-être 10 ou 15 p. 100 de toutes les transactions sur obligations des provinces et des entreprises.

Il dépend d'une grande variété de facteurs qu'une émission se traite activement ou non sur le marché secondaire et qu'elle constitue pour son détenteur un instrument relativement liquide ou échangeable. Toutes choses égales par ailleurs, les grosses émissions très dispersées sont plus susceptibles de jouir d'un bon marché permanent que les petites émissions: l'existence d'un nombre considérable d'acheteurs et de vendeurs signifie qu'on peut transiger en gros volume dans une

TABLEAU 16-3
VENTES SUR LE MARCHÉ SECONDAIRE

	Montants en cours ^a	Ventes sur le marché monétaire	Rapport entre les ventes sur le marché et les marchés en cours	Répartition des ventes sur le marché secondaire	Répartition des stocks des négociants en valeurs ^b
	millions de dollars	millions de dollars	p.c.	p.c.	p.c.
Gouvernement du Canada:					
Bons du Trésor.....	2,165	6,507	301	37.4	28.6
3 ans et moins.....	4,176	5,532	132	31.8	34.4
3 ans à 10 ans.....	3,249	742	23	4.3	2.3
Plus de 10 ans.....	4,856	1,212	25	7.0	4.6
Obligations provinciales.....	7,156	1,225	17	7.0	9.5
Obligations municipales.....	3,090	388	13	2.2	3.1
Obligations d'entreprises et autres.....	5,958	1,163	20	6.7	9.8
Papier des compagnies de finance et des entreprises non financières.....	n.d.	654	n.d.	3.8	7.7
		17,421		100.0	100.0

NOTA: Le tableau se base seulement sur les ventes effectuées par les membres de l'I.D.A. durant leurs exercices financiers terminés au cours de 1962.

^aMontants bruts en cours au 31 décembre 1962—émissions négociables, directes et garanties, libellées en dollars canadiens.

^bFins d'exercices financiers 1962—ne comprend pas les actions.

SOURCE: Mémoire de l'I.D.A. et *Bank of Canada Statistical Summary*.

émission importante sans trop en affecter le prix. Les marges des négociants sont donc plus étroites que dans le cas d'une petite émission, et c'est un élément qui encourage la négociation; ainsi, par exemple, les écarts entre la cote à l'offre et la cote à la demande dans le cas des grosses émissions de l'emprunt de convertissement du Canada échéant en 1972 et en 1983 sont invariablement de $\frac{1}{4}$ à $\frac{1}{2}$ p. 100 plus faibles que dans le cas de plusieurs des émissions d'échéance voisine mais qui sont plus petites et détenues par des groupes plus restreints⁸.

L'existence d'un fonds d'amortissement rend aussi une émission plus négociable, non seulement à cause des opérations qu'il nécessite, mais aussi parce que cela persuade les gens que l'émission trouvera toujours quelque soutien et les encourage à transiger eux-mêmes. Cependant, la seule existence de ces fonds n'est pas suffisante

⁸Il est question ici des écarts entre les cotes au détail ou publiées. Les écarts cotés par les négociants entre eux sont beaucoup plus étroits mais présentent les mêmes différences relatives.

pour qu'une émission se traite activement, comme l'indiquent les volumes de transactions sur obligations des entreprises et des provinces. La méthode de distribution initiale exerce aussi une influence; les obligations placées privément auprès d'institutions se transigent rarement, tandis que celles qui ne circulent qu'en grosses coupures n'attirent jamais une importante clientèle de détail. D'autre part, les émissions convertibles en actions ordinaires peuvent se traiter très activement, surtout dans les temps où le marché des actions fluctue rapidement, tandis que les obligations qui se vendent à fort escompte peuvent trouver un marché actif auprès des gens soumis à des taux d'impôts élevés.

Le facteur principal tient peut-être à l'attitude et aux motifs des détenteurs. C'est ainsi que beaucoup d'obligations à court terme se traitent activement autant parce que leurs détenteurs les considèrent liquides que parce qu'elles risquent assez peu de se déprécier. Par contre, les émissions municipales et plusieurs émissions

d'entreprises et de provinces ne sont pas liquides surtout parce qu'elles sont acquises pour être conservées longtemps par des détenteurs qui ne s'intéressent pas à la négociation à court terme; dans le cas de bien des émissions municipales, leur caractère sériel, leurs coupures en montants inégaux et petits diminuent davantage leur liquidité. En dehors des valeurs des grandes provinces et de leurs commissions hydro-électriques, de celles de quelques grandes municipalités et de certaines grosses émissions de compagnies, il n'existe donc pratiquement pas de marché secondaire pour ce genre d'obligations. Les marges peuvent atteindre jusqu'à un ou deux points pour des émissions provinciales bien prisées et deux à quatre points pour des émissions de compagnie de même classe; et le marché se limite à un nombre assez restreint de négociants.

Un autre facteur important pour réduire les écarts entre les cotes à l'offre et à la demande et pour activer les transactions, c'est l'attitude des négociants concernant les stocks et les découverts qu'ils sont prêts à porter pour répondre aux commandes de leurs clients quand l'offre et la demande sont temporairement en déséquilibre sur le reste du marché. Les stocks des négociants se sont fort accrus depuis dix ans, et cela a beaucoup contribué à améliorer l'opération du marché. A la fin de leurs exercices financiers 1962, les membres qui ont répondu à l'enquête spéciale de l'I.D.A. détenaient 485 millions de dollars en stocks contre seulement 46 millions onze ans plus tôt, tandis que leurs découverts avaient passé de 9½ millions à 35 millions. Cette progression tient à plusieurs facteurs, dont le développement du marché monétaire, l'augmentation du capital et de l'habileté des négociants, l'attitude plus entreprenante des milieux financiers et l'épanouissement du marché en général. C'est une heureuse tendance qui, nous l'espérons, se continuera. Comme l'indique le tableau précédent, la répartition de leurs stocks tend à ressembler en gros à celle de leurs ventes sur le marché secondaire.

Les marchés cotent de meilleurs prix si les négociants sont disposés aussi à vendre à découvert soit pour répondre aux besoins de leurs clients soit pour spéculer sur l'évolution du mar-

ché. Les négociants hésitent encore assez à aller à découvert malgré la tendance de ces dernières années, et près de la moitié des découverts ne portent en fait que sur des bons du Trésor et d'autres valeurs du marché monétaire. Si une émission n'est pas liquide, certains négociants se refusent à vendre à découvert à cause de la difficulté qu'ils peuvent avoir subséquemment à se couvrir, et ce facteur lui-même contribue au manque de liquidité de l'émission. En outre, le coût d'emprunter les certificats semble concourir à restreindre les ventes à découvert, bien que les institutions financières soient maintenant plus nombreuses à vouloir gagner un revenu en prêtant des titres aux négociants en retour d'une garantie appropriée. Nous nous attendons à voir les découverts des négociants augmenter graduellement à mesure que le marché se développera et prendra de l'expérience.

En général, nous n'avons aucune raison de penser que le marché secondaire des obligations n'assure pas une bonne répartition des ressources, ni qu'il cote les valeurs à des prix sans aucun rapport avec les risques et les frais encourus. Nous avons mentionné dans d'autres chapitres que cela n'est peut-être pas absolument vrai dans le cas de certaines petites municipalités moins bien connues (bien que la responsabilité en incombe en partie aux gouvernements provinciaux qui ne fournissent pas assez de renseignements sur ces municipalités). Nous avons aussi signalé que certaines petites entreprises peuvent trouver les conditions d'emprunt par voie d'émission trop onéreuses, mais ce n'est pas un problème d'ordre général. Le marché s'est aussi montré sensible aux variations d'équilibre entre l'offre et la demande, et les différences de rendement entre obligations de diverses catégories semblent refléter ces variations. Par exemple, l'écart de rendement entre les obligations des gouvernements et celles des compagnies s'est fort amenuisé ces dernières années à mesure que les gouvernements ont demandé plus de fonds et que la demande venant des compagnies a beaucoup tombé depuis son sommet de 1956-1957. De plus, les marchés semblent s'être bien adaptés à l'évolution des

conditions, et de nouveaux genres de titres ont été conçus pour profiter des changements dans les goûts des épargnants; donnons comme exemples les obligations portant des droits d'acheter des actions ordinaires et les obligations convertibles. De nouvelles clauses ont aussi été imaginées pour répondre aux besoins des institutions et du public; on en a des exemples dans les transports de contrats de production attachés aux titres émis pour financer les mines d'uranium et certaines entreprises de gaz et de pétrole dans l'Ouest canadien, ainsi que les clauses qui protègent l'épargnant contre le refinancement des emprunts à des taux d'intérêt inférieurs.

Le marché est aussi devenu mieux informé et fournit plus de renseignements au public. Bien qu'il n'existe pas de tableau unique où les prix courants soient affichés et accessibles au public, tout négociant est prêt en tout temps à communiquer ses cotes à l'égard des émissions les plus activement négociées; la plupart des succursales de banque assurent aussi ce service à leurs clients. Les négociants publient aussi des cotes dans les quotidiens par le canal de leur association, quoique l'écart entre les cotes à l'offre et à la demande y semble un peu plus grand que celui effectivement coté par beaucoup de négociants; peut-être assure-t-on ainsi une certaine protection aux membres les moins compétents.

Les statistiques sont trop imparfaites pour nous permettre d'analyser comment la spéculation pratiquée par les négociants avec leurs stocks affecte le marché. Les stocks des négociants ont une certaine tendance à culminer juste avant que le taux des bons du Trésor commence à monter, et à diminuer en période de hausse des taux; par exemple, leurs stocks culminèrent à 519 millions de dollars environ dans les débuts de 1962, puis ils descendirent à 342 millions au moment où le taux atteignit son sommet à la mi-juillet. Au cours de cette période, la spéculation des négociants renforça la tendance des taux et eut pour effet d'aider les autorités monétaires à obtenir assez rapidement les nouvelles conditions de crédits qu'elles désiraient. Même si elles ne formaient qu'une faible proportion du total de leurs

stocks, les obligations à plus long terme des négociants diminuèrent de façon particulièrement rapide; les négociants, comme il est habituel en ce genre de circonstances, cotèrent alors ces titres avec des marges plus fortes pour éviter de faire des additions involontaires à leurs stocks.

En d'autre temps, cependant, la spéculation des courtiers peut jouer un rôle moins bénéfique: ayant facilement accès à des fonds bancaires et non bancaires, certains négociants (incluant des négociants et des courtiers en bourse qui n'ont pas normalement des stocks considérables) sont portés à gonfler leur stock à l'extrême en période d'argent facile ou au moment où une nouvelle émission du gouvernement semble lancée avec succès. Cela arriva dans les débuts de 1958, ce qui contribua à la chute subséquente des cours des obligations cette année-là, et de nouveau vers la fin d'octobre 1962 lorsque l'expectative d'une baisse du taux officiel d'escompte fit monter les stocks des négociants à un sommet jusque-là sans précédent de plus de 540 millions de dollars. La crise cubaine survint avant que le taux d'escompte eût baissé; et les négociants, obéissant à la théorie qui veut qu'il n'y a rien qui vaille l'argent dans les temps difficiles, prirent panique et coururent porter à la Banque du Canada plus de 100 millions de dollars d'obligations. Une situation semblable arriva en juillet 1963, lorsqu'on se demanda quelles répercussions aurait l'impôt envisagé par les États-Unis à l'égard des nouvelles émissions vendues sur le marché de New York; le négoce sur le marché canadien cessa pour ainsi dire complètement jusqu'à ce qu'on connût la réaction de la banque centrale.

Même si le marché secondaire n'est pas encore pleinement mûr, qu'il compte encore parfois à l'excès sur l'appui de la Banque du Canada, et qu'il manifeste à l'occasion un esprit moutonnier pour suivre l'opinion générale, ces caractères marquent à divers degrés les marchés financiers de partout. Pour se fixer une ligne de conduite, les négociants doivent sans doute tenir compte de la situation économique et financière et de la façon dont réagira probablement la banque

centrale. A mesure que le marché acquiert de la maturité, ses participants apprennent à regarder plus loin que le bout de leur nez et à agir en se fiant à leur propre jugement. Ils ont déjà accompli des progrès importants dans cette voie, et les marchés sont devenus plus robustes et ont moins besoin de l'assistance constante des autorités. Les négociants et les marchés se sont aussi montrés capables de tenir le coup devant des chutes de presque 15 p. 100 de la valeur des obligations à long terme dans l'espace d'un an, même si, cela se comprend, le volume des transactions et les profits s'en sont ressentis. Nous avons confiance que les marchés se développeront encore plus dans les années qui viennent.

LE MARCHÉ MONÉTAIRE À COURT TERME

Le marché monétaire à court terme au Canada est une création assez récente qui, grâce aux encouragements de la Banque du Canada, a grandi et s'est diversifiée énormément depuis dix ans pour constituer aujourd'hui dans l'ensemble des marchés financiers un élément arrivé à maturité et sur lequel on peut compter. Le marché monétaire est formé actuellement de 15 négociants, dont 4 ou 6 traitent le gros des affaires. La Banque du Canada consent une ouverture de crédit à ces négociants, après s'être assurée que leurs ressources sont suffisantes pour les affaires qu'ils sont appelés à faire, et qu'ils sont constamment en mesure de négocier en gros volumes dans les deux sens sur les valeurs monétaires. Ces ouvertures qui totalisent quelque 300 millions, permettent à ces négociants d'emprunter de la Banque du Canada en livrant en garantie des valeurs admissibles du gouvernement du Canada et en payant un taux de pénalité (qui est actuellement le plus bas, de soit le taux officiel d'escompte, soit $\frac{1}{4}$ p. 100 au-dessus du rendement moyen de la dernière vente aux enchères des bons du Trésor à 91 jours); ces négociants savent ainsi qu'ils pourront toujours financer leurs stocks, et sont donc encouragés à les maintenir à des niveaux élevés. Chose plus importante cependant, ces ouvertures de crédit leur permettent d'obtenir des

banques des prêts d'un jour, remboursables avant midi n'importe quel jour au gré de l'une ou l'autre partie; les taux d'intérêt de ces prêts sont faibles parce qu'ils sont liquides, parce que les banques peuvent les inclure dans leurs réserves secondaires, et parce que les banques savent que les négociants peuvent toujours s'adresser à la banque centrale en cas de besoin. Les négociants du marché monétaire, grâce à ces sources primordiales de crédit, ont joué un rôle important pour développer des sources additionnelles de capitaux, comme nous l'avons déjà noté. Ils ont aussi amené d'autres emprunteurs sur ce marché, et ils ont enseigné à une grande variété de gouvernements, de sociétés financières et non financières, d'institutions de bienfaisance et d'autres organisations à en utiliser les rouages. C'est ainsi qu'un trésorier d'entreprise alerte peut utiliser ce marché pour emprunter ou prêter pour n'importe quelle période entre un jour et trois ans, et qu'il peut choisir dans une vaste gamme de débouchés pour placer temporairement ses disponibilités et en tirer un rendement intéressant.

Parce que ce marché est hautement compétitif et assez impersonnel, il a tendance à réduire au minimum la rémunération des négociants, et il contraint ceux-ci et les banques à inventer de nouvelles méthodes d'attirer les dépôts. En encourageant les négociants à maintenir des stocks plus importants, les fonds assez peu dispendieux fournis par les banques et les «country banks» assurent des marchés plus actifs aux bons du Trésor et aux obligations à court terme du gouvernement fédéral, réduisent les marges des négociants et augmentent la liquidité de ces instruments et des autres instruments de même nature. En outre, la création par d'autres emprunteurs d'une variété d'instruments à court terme à des taux compétitifs a étendu la gamme des instruments qui sont sensibles aux conditions générales du crédit. Aussi, un secteur important du monde des affaires et du placement a été amené à suivre de plus près la situation monétaire générale et les variations quotidiennes des taux d'intérêt. Certains trésoriers se sont inspirés de ce qu'ils ont appris ainsi pour choisir avec plus

de souplesse les moments de leurs émissions à long terme, en sachant comment ajuster leur situation de caisse par des prêts ou des emprunts à court terme durant les intervalles.

L'expansion du marché monétaire a fourni à la Banque du Canada un véhicule sensiblement meilleur pour diffuser les effets de ses opérations. Avant 1954, l'activité de la Banque sur le marché des bons du Trésor était sérieusement entravée; le marché était limité et la plupart des bons étaient détenus par les banques à charte et n'étaient négociés qu'avec la banque centrale directement. Aujourd'hui, le marché présente tous les avantages qui découlent des stocks considérables des négociants et de l'existence d'un groupe nombreux et varié d'acheteurs et de vendeurs. La Banque peut maintenant exécuter d'importantes opérations sur le marché libre en agissant par l'intermédiaire des 15 négociants en gros ainsi que des banques. En outre, l'effet de ces transactions est plus étendu et se transmet plus rapidement que c'était possible avant 1954, car les courants de capitaux qui étaient compartimentés autrefois tendent maintenant à se déverser dans le réservoir central du marché monétaire.

Comme l'histoire de ce marché est déjà bien relatée ailleurs⁹, nous nous bornerons à en examiner l'évolution durant ces dernières années. En 1958, grâce à l'initiative de la Banque du Canada et à la collaboration active des négociants en gros et des banques, il existait déjà un vaste marché pour les bons du Trésor et les obligations à court terme du gouvernement fédéral. De plus, les négociants s'occupaient activement de la distribution des billets à court terme des compagnies de finance qui s'adressaient de plus en plus à ce marché à cause du caractère incertain de leurs ouvertures de crédit chez les banques à charte, dont les taux étaient d'ailleurs rigides et assez élevés. L'encours du papier des compagnies de finance passa de 16 millions de dollars fin 1949 à 118 millions fin 1951, soit l'année d'après-guer-

re où leurs ouvertures bancaires furent bloquées pour la première fois, et il continua de s'accroître pour toucher quelque 500 millions au milieu de 1962. Le gros de ce papier a été placé par l'intermédiaire des négociants.

Depuis 1957-1958 surtout, il s'est créé un marché pour les billets à court terme des grandes entreprises non financières, et vers 1961 il y avait plus de 200 millions de dollars de ces valeurs circulant sur ce marché. A l'heure actuelle, l'encours touche parfois 450 millions; notre enquête (qui ne couvre pas les effets des gouvernements) révélait que les entreprises non financières y empruntaient plus de 300 millions au milieu de 1963. A ce moment, on y comptait 51 compagnies emprunteuses, notamment de grandes maisons de vente au détail, des marchands de céréales et une grande variété d'entreprises manufacturières. Les mouvements de trésorerie de presque toutes ces entreprises présentent d'importantes variations saisonnières, et beaucoup d'entre elles tantôt émettent des billets et tantôt en achètent au cours de l'année. L'échelle des taux du papier des meilleures entreprises se compare à celle du papier des compagnies de finance, mais décalée habituellement de $\frac{1}{4}$ p. 100 vers le haut, en partie parce que ce papier n'est pas garanti. Au début, les négociants agissaient strictement comme agents pour distribuer ce papier, et ils touchaient une petite commission d'environ $\frac{1}{4}$ p. 100 par année pour réunir l'emprunteur et le prêteur. Cependant, la forte concurrence a contraint les négociants à prendre ce papier dans leurs stocks et à l'utiliser, comme les bons du Trésor, pour faire des ventes réversibles à des prêteurs à court terme. Les clients intéressés à ce papier comprennent les compagnies de fiducie, qui les mettent dans leur portefeuille et émettent leurs propres titres aux investisseurs assujétis aux lois sur les placements des fiduciaires. Certaines compagnies de fiducie recourent également aux négociants pour placer de leurs certificats de placement garantis moyennant commission, mais ces instruments ne se négocient pas ensuite.

Deux éléments, en plus de l'adresse et des efforts de vente des négociants du marché moné-

⁹ Voir J. A. G. Wilson, *The Canadian Money Market Experiment*, Revue trimestrielle de la Banca Nazionale del Lavoro, mars 1958, les rapports annuels de la Banque du Canada et le mémoire de l'Investment Dealers' Association of Canada.

taire, ont concouru à l'expansion du marché du papier d'entreprises. Pour les emprunteurs, il y a le coût relativement élevé des emprunts bancaires en périodes de crédit facile; et pour les prêteurs, il y a l'attrait de ce marché dans les temps où les taux à court terme dépassent 2 p. 100. Une fois habitués à ce marché, emprunteurs et prêteurs ont tendance à s'y tenir pour peu qu'il leur soit avantageux de le faire, même lorsque disparaît l'écart important de taux qui les y avait amenés. Les pressions qu'exercent les banques sur leurs gros emprunteurs en période de rareté de l'argent ont aussi poussé dans le même sens, comme le fait que les emprunteurs ont appris qu'ils peuvent pratiquement toujours y trouver des fonds en y mettant le prix.

Nous avons décrit au chapitre 7 la concurrence des banques pour attirer les capitaux à court terme. En juin 1962, les banques ont fourni un nouvel instrument au marché monétaire, l'acceptation bancaire, grâce auquel un client qui désire recourir à ce marché peut émettre un instrument à court terme garanti par une banque à charte. Ces acceptations sont émises pour des montants minimum de \$100,000¹⁰. Leur taux se tient entre celui des bons du Trésor et celui du papier des compagnies de finance les plus réputées, mais l'emprunteur doit payer un honoraire minimum de 1½ p. 100 à une banque pour qu'elle garantisse son papier. Ce genre d'instrument fit son apparition juste avant que le taux des bons du Trésor culminât à plus de 5½ p. 100; cette forme d'emprunt aurait donc coûté beaucoup plus cher que l'emprunt bancaire ordinaire. Bien que le taux des bons du Trésor ait fléchi depuis, ce marché n'a connu qu'un essor insignifiant; la différence entre le coût de l'emprunt par acceptation et le taux de base des prêts bancaires est encore assez mince; la plupart des banques ne prisent guère cet instrument et les grandes sociétés ont déjà accès au marché à des taux de ½ à 1 p. 100 plus bas. Cependant, si les taux du

marché monétaire baissent davantage, si le taux de base des banques à charte demeure rigide et si les capitaux étrangers prennent intérêt à cette sorte de papier, il est encore possible que le marché des acceptations se développe au Canada. Abaisser davantage le montant minimum, comme nous l'ont suggéré plusieurs témoins, créerait aux banques des difficultés et des frais supplémentaires, car les petits comptes d'emprunt exigent une surveillance plus étroite qui ne serait pas compensée dans ce cas par un revenu équivalent à celui des prêts. Mais on verra peut-être une évolution dans ce sens à mesure que le marché grandira et qu'on prendra plus d'expérience.

Parmi ceux qui ont récemment commencé à recourir au marché monétaire figurent les provinces et leurs commissions ainsi que les municipalités. Les provinces émettent des bons du Trésor depuis longtemps, mais les banques en détenaient presque la totalité jusqu'à il y a trois ou quatre ans. Récemment toutefois, les provinces et leurs commissions ont vendu du papier à court terme sur le marché. Une grande quantité de ce papier a été placée privément, et on ne possède guère de renseignements à ce sujet. Certaines provinces ont cependant offert certaines émissions aux enchères, et des négociants ont participé aux soumissions. Dans les débuts de 1962, le Manitoba et la Saskatchewan ont commencé à mettre régulièrement en adjudication chaque semaine un million de dollars de bons du Trésor à trois mois. Ces deux provinces en ont émis chacune pour un total de 13 millions, et elles en maintiennent le montant à ce niveau depuis. Il est parfois arrivé qu'une de ces provinces n'ait pas accepté les soumissions qui lui étaient présentées, mais leur expérience semble avoir été fructueuse dans l'ensemble. Un certain nombre de grandes villes ont aussi offert au marché monétaire de temps à autre des billets en anticipation de leurs recettes d'impôt ou des bons du Trésor et elles ont fait souscrire leurs bons tantôt aux enchères et tantôt par négociations. L'encours estimatif du papier municipal à court terme se chiffrait par environ 60 millions au

¹⁰ Ce montant était de \$200,000 avant le 14 janvier 1963. La Banque du Canada accepte ces acceptations au rées-compte, et elles sont donc comprises parmi les garanties reçues contre des prêts au jour le jour et parmi les valeurs qui forment la réserve de liquidité de 15 p. 100 des banques.

milieu de 1962, dont à peu près la moitié était émis par l'autorité métropolitaine de Toronto. Cette année-là, un certain nombre de villes se tournèrent vers ce marché pour la première fois, et la ville de Montréal commença en septembre à demander des soumissions à l'égard d'une série d'émissions hebdomadaires de bons du Trésor.

Les placements étrangers sur le marché monétaire, surtout ceux des habitants des États-Unis, atteignent un chiffre élevé et ont beaucoup contribué à son expansion récente. Avant l'introduction en décembre 1960 d'un impôt perçu à la source de 15 p. 100, les étrangers concentraient leurs intérêts sur les bons du Trésor fédéral. Comme le calcul de cet impôt sur les bons du Trésor est compliqué, ils sont maintenant portés à s'en détourner et ils accordent plus d'attention au papier de meilleur rendement des compagnies de finance et des entreprises, pour lequel le calcul de la retenue fiscale pose moins de problèmes. On estime qu'en temps normal le volume des instruments à court terme du marché monétaire détenus à l'étranger varie entre 300 et 500 millions. Un groupe de quatre ou six négociants canadiens effectuent la plupart des transactions des étrangers sur le marché monétaire, et une grande proportion de leurs opérations empruntent le canal d'une seule banque américaine qui place le papier et fait la contrepartie des transactions sur le marché à terme. De fait, presque toutes les transactions des étrangers sur le marché monétaire sont pleinement couvertes contre les risques de fluctuation des changes par des transactions de contrepartie.

D'habitude, il faut un écart de taux d'environ $\frac{1}{2}$ p. 100 net, contrepartie incluse, pour amorcer un courant de capitaux étrangers à court terme. Nous avons noté au chapitre précédent que les éléments dont tient compte l'investisseur étranger comprennent l'écart des taux d'intérêt entre le papier canadien et celui de son pays, l'écart des cours du change entre les marchés au comptant et à terme (c'est-à-dire le coût de la contrepartie), et la tendance des taux d'intérêt dans son pays. Malgré que le risque soit faible à cause

du court terme du papier et à cause de la contrepartie qui protège contre les fluctuations du change, d'autres considérations peuvent prendre de l'importance. Au premier semestre de 1962, par exemple, l'effet psychologique de l'impôt perçu à la source, conjugué avec l'instabilité de la scène politique fédérale et certaines craintes au sujet des aspects internationaux de notre politique financière, découragea le courant de capitaux américains, malgré des rendements nets qui étaient attrayants. Ces craintes vinrent renforcer l'effet de l'expropriation antérieure d'une entreprise privée d'électricité en Colombie-Britannique et la menace de la nationalisation de sociétés semblables au Québec. Les exhortations des autorités américaines contre les placements à l'étranger contribuèrent aussi à ce moment à freiner les entrées de capitaux à court terme.

A part sa croissance et son développement rapides, le marché monétaire ne semble manifester aucune tendance marquée, sauf peut-être qu'on a moins recours aux négociants pour les transactions concernant le papier d'entreprises. Aux États-Unis, les négociants plaçaient dans les années '20 presque tout le papier des entreprises; mais vers 1935 les compagnies avaient commencé à transiger directement entre elles. Cette tendance, arrêtée durant la guerre, a repris depuis; et le volume du papier qui se vend directement est aujourd'hui plus de trois fois plus important que celui qui est placé par l'intermédiaire des négociants. Une tendance semblable semble se dessiner au Canada à mesure que les emprunteurs et les prêteurs prennent de l'expérience et se connaissent davantage; mais il faudra probablement quelques années, vu la nouveauté du marché, avant qu'il en soit au Canada comme aux États-Unis.

Le marché monétaire à court terme s'est développé sans anicroche, et il est devenu un mécanisme souple pour transférer des fonds à court terme des prêteurs aux emprunteurs. Il a augmenté le nombre de ceux qui alimentent ces courants de capitaux, et il a permis aux banques de se transférer des encaisses de façon rapide et

facile quoique indirecte. Les taux sur le marché monétaire semblent très mobiles, ce qui a incité les banques, même si elles ne semblent pas toutes en tirer parti jusqu'à la limite du possible, à maintenir leurs coefficients d'encaisse tout près du minimum légal, ce qui facilite grandement la tâche des autorités monétaires.

Le marché du papier d'entreprises peut devenir une source de difficultés, cependant, qui tient en partie à ce que les émissions de titres de moins d'un an ne sont pas soumises aux dispositions des lois sur les valeurs mobilières. Aussi n'a-t-on parfois pas d'autres renseignements sur les entreprises qui s'adressent à ce marché que ceux que renferment leurs rapports annuels; mais dans le cas des compagnies privées, on n'a pratiquement aucune information financière. Comme il n'existe pas de service officiel de classification pour évaluer la solvabilité des emprunteurs, c'est au négociant et à l'acheteur qu'il incombe d'exiger des renseignements suffisants et de les peser. On a pu parfois négliger de faire une étude suffisante, alors qu'on aurait pu le faire facilement et à peu de frais, mais des négociants ont aussi parfois trouvé difficile de refuser de distribuer le papier d'un client dont la situation financière pourrait créer des problèmes en période d'adversité.

Tout en reconnaissant que laisser ce marché se développer sans réglementation ne va pas sans risques, on continuera sans doute de n'y voir que des gens assez avertis pour savoir se protéger. Nous croyons cependant que la Banque du Canada doit surveiller la qualité moyenne du papier que les négociants du marché monétaire manipulent, et qu'elle doit se sentir en droit de leur signaler toute faiblesse grave qui pourrait se manifester. Nous ne recommandons pas que la banque centrale intervienne dans les affaires des négociants, et d'ailleurs elle ne le fait apparemment pas; mais nous considérons qu'il n'est que raisonnable pour la banque centrale de continuer à voir à ce que ceux à qui elle accorde le privilège d'emprunter chez elle conservent une saine situation financière et demeurent sous tous rapports des membres utiles et respectables du marché monétaire.

LA BANQUE CENTRALE ET LES MARCHÉS

Dans son mémoire, la Banque du Canada nous a déclaré que, dans le choix de ses méthodes d'application de la politique monétaire, elle tient compte de l'objectif de «favoriser l'essor d'un marché bien articulé, englobant la plus grande variété possible de valeurs du gouvernement¹¹». De tels marchés permettent d'évaluer avec exactitude les conditions de crédit et aident à diffuser sans secousse et rapidement les effets de la politique monétaire dans tous les secteurs de l'économie. Ce qui les caractérise d'habitude, ce sont l'intensité des négociations, un faible écart entre les cotes à l'offre et à la demande, la promptitude des opérations d'arbitrage pour ajuster l'ensemble de la courbe des rendements selon les fluctuations de prix qui surviennent dans une échéance ou une autre, et l'absence de fluctuations désordonnées des rendements du marché. La Banque du Canada a cherché à favoriser cet épanouissement des marchés, non seulement en accordant des facilités de crédit aux négociants du marché monétaire, mais aussi en facilitant la circulation des certificats de titres à travers le pays, et en publiant plus de renseignements et de statistiques sur le marché afin qu'on puisse négocier et spéculer de façon éclairée et intelligente. Elle a aussi cherché, à titre d'agent financier du gouvernement fédéral, à augmenter le nombre des détenteurs d'obligations et par conséquent à élargir le champ des opérations d'achat et de vente sur le marché. Enfin, elle a encouragé privément le milieu des négociants à augmenter son capital qui, nous l'avons vu, est maintenant proportionnellement supérieur à celui des négociants en obligations du gouvernement des États-Unis.

Même si la banque centrale a généralement joué un rôle utile et constructif dans ce domaine, elle n'a pas toujours réussi à créer des marchés efficaces, et elle a parfois suscité beaucoup de méfiance chez les négociants, particulièrement chez ceux qui comprennent moins que d'autres les besoins et les conséquences d'une politique monétaire active. Quoi qu'il en soit, le mémoire

¹¹ Mémoire III, paragraphe 23.

de leur association et leurs témoignages à nos audiences publiques reflétaient nettement deux traits connexes qui ont caractérisé le milieu: celui de chercher à s'appuyer sur la Banque centrale, tout en se méfiant de ses opérations. Cela tient en partie à une rupture des communications autant au niveau des opérations qu'à celui de la direction. Il y a peu de temps encore, les hauts fonctionnaires de la Banque ne faisaient que de rares visites aux centres financiers de Toronto et Montréal; les négociants, même s'ils sont toujours les bienvenus à Ottawa, n'y viennent souvent que parce qu'ils ont en tête un but précis ou une plainte particulière, et leurs visites n'assurent pas les contacts étroits ou fréquents qui seraient nécessaires. En outre, les activités de la Banque sur le marché n'ont pas toujours été bien expliquées, quelques négociants ont eu l'impression de temps à autre qu'elles étaient capricieuses.

Cet état de choses s'explique en partie par les pratiques de négociation de la banque centrale. L'agent-négociateur d'une maison d'obligations n'a qu'à presser un bouton pour parler à son collègue chez n'importe quelle de 30 ou 40 autres maisons ou banques avec lesquelles sa maison a une liaison téléphonique directe. En outre, la politique de sa maison en matière de stocks lui permet ordinairement de répondre instantanément aux offres d'achat ou de vente qu'on lui présente, et il s'attend que les autres fassent de même. Il n'en va pas du tout ainsi quand il négocie avec la Banque. Aucun négociant n'est relié directement par téléphone avec la Banque, parce que celle-ci craint apparemment d'être accusée de favoritisme; le négociant doit composer le numéro du standard de la Banque et attendre que l'agent-négociateur de celle-ci réponde à son appel en suivant un ordre chronologique. Même si quelque 80 p. 100 des contacts établis avec la Banque dans le but de négocier viennent des 15 négociants du marché monétaire, il arrive parfois—particulièrement lorsque le marché est instable—que 30 ou 40 négociants téléphonent à la Banque; les retards qui en résultent alors sont longs et irritants. En outre, l'organisation des négociants de la Banque est dispersée, même si ces parties sont reliées par

communications directes, et les quatre agents-négociateurs d'Ottawa, les deux de Montréal et les trois de Toronto n'ont guère de latitude pour répondre aux offres et demandes. Enfin, lorsqu'ils négocient en vertu d'instructions d'Ottawa, ils ne semblent pas habituellement informés du but des transactions et ne sont donc pas en mesure d'expliquer la politique et les buts de la Banque. Comme leur latitude est limitée, et comme la Banque n'a pas affiché de prix depuis janvier 1948 parce qu'elle préfère agir principalement sur le niveau général des taux et laisser le marché fixer le prix de chaque valeur, les propositions des négociants doivent souvent être soumises à Ottawa. Pas moins de 87 p. 100 des propositions fermes des négociants reçoivent une réponse immédiate, mais les autres 13 p. 100 demandent des délais qui durent 20 minutes en moyenne et qui peuvent atteindre parfois deux heures et plus. Dans un milieu habitué aux communications presque instantanées et aux décisions rapides, de tels délais peuvent inspirer beaucoup d'inquiétude et entraînent à l'occasion d'inutiles perturbations du marché.

Les méthodes de négociation sont assez différentes aux États-Unis, où les transactions du Système fédéral de réserve se font par les soins de la Banque fédérale de réserve de New York et sont centralisées dans cette ville. Les instructions viennent du comité d'«open market» du Système, mais le directeur du Compte, qui est un vice-président de la Banque de New York, jouit d'une grande latitude dans le cadre de ces instructions. Les contacts avec le marché sont excellents, de même que l'information mutuelle; les négociants qui traitent avec la Banque peuvent avoir des conférences hebdomadaires ou bihebdomadaires de 15 minutes avec les gens de la Banque pour y discuter de la situation générale et de n'importe quel aspect technique ou autre du marché qui affecte les opérations de leur maison; la plupart des grosses maisons envoient de leurs principaux associés à ces réunions. La Banque ne traite qu'avec un groupe choisi de 17 banques et négociants (dont certains ont leur siège social à l'extérieur de New York)

qui font leur spécialité des valeurs du gouvernement; hormis ce point, la situation de ces négociants est semblable à celle des 15 négociants du marché monétaire canadien. Les méthodes de négociation du Système fédéral de réserve sont simplifiées et efficaces; elle a une liaison directe avec les négociants afin de pouvoir communiquer avec eux et recevoir leurs offres et demandes dans un délai de quelques minutes. Lorsque la Banque doit faire un gros achat ou une grosse vente, elle communique de façon pratiquement simultanée avec tous les négociants; cette façon de «faire le tour» permet à ceux qui présentent la meilleure offre d'obtenir la transaction. Au Canada, par contre, le négociant qui fait l'achat ou la vente est souvent celui qui se trouve par hasard au bon moment à l'autre extrémité du fil, bien que la Banque invite parfois quelques négociants à soumettre leurs prix d'achat ou de vente, ou qu'elle fixe une limite à ses transactions avec un même négociant si elle entreprend des achats ou des ventes importants. La méthode américaine de négociation comporte sans doute un problème de communication avec la Réserve fédérale, et les retards n'y sont pas inconnus, mais nous avons l'impression qu'elle fonctionne très efficacement dans l'ensemble.

Dès 1900, un petit nombre de négociants américains s'étaient déjà spécialisés dans les valeurs de l'État; et en 1920, la Banque fédérale de réserve de New York commençait à leur accorder des crédits par ventes réversibles. La Banque a depuis jugé plus pratique et efficace de ne négocier qu'avec un nombre limité de spécialistes hautement qualifiés. Comme certains négociants canadiens sont déjà devenus assez spécialisés dans les émissions du gouvernement fédéral, pour négocier, maintenir des stocks et aller à découvert, la Banque du Canada devra éventuellement considérer si ses opérations ne s'effectueraient pas mieux et si le marché n'agirait pas davantage par lui-même si elle ne négociait qu'avec un certain groupe de négociants, dont le nombre pourrait varier. Pour commencer, il pourrait s'avérer utile d'établir des communications directes avec les maisons qui effectuent un minimum

donné d'opérations sur le marché; les autres continueraient de placer leurs appels téléphoniques comme actuellement. Une seconde mesure constructive serait de hausser le chiffre minimum des transactions que la Banque est disposée à effectuer (il est actuellement de \$250,000 pour les valeurs du marché monétaire et de \$100,000 pour les autres échéances). Lors de la dernière augmentation de ce minimum, le nombre de négociants avec qui la Banque traitait régulièrement tomba de 110 à 40; on nous a dit que ce nombre serait réduit de moitié environ si ce minimum était doublé. Cela encouragerait le marché à faire preuve de plus d'indépendance de jugement et faciliterait la conduite des négociations de la Banque sans nuire en rien aux autres contacts qu'elle voudrait maintenir avec le marché, particulièrement en dehors de Toronto et de Montréal. Nous ne croyons pas non plus que cela pénaliserait les maisons de petite taille ou en expansion, car leurs affaires et leur croissance ne reposent pas sur leurs assez petites transactions avec la Banque du Canada.

Il est inévitable que les rapports entre la banque centrale et les marchés des valeurs suscitent quelque mécontentement, vu surtout que les autorités monétaires ne peuvent pas toujours dévoiler leurs intentions, même lorsqu'elles sont fixées sur leur politique future. En fait, les banques centrales ne connaissent souvent pas avec exactitude le caractère des forces qui agissent sur l'économie, ni la sorte de conditions de crédit qui leur conviennent. En outre, elles doivent souvent procéder à tâtons, ou par «approximations successives», pour adopter le langage des banques centrales, jusqu'à ce que les marchés financiers les orientent mieux ou que les résultats de leur action se manifestent un peu plus clairement. Nous croyons cependant qu'on peut pousser la discrétion trop loin, et que les autorités canadiennes sous-estiment parfois les avantages qui découleraient d'une information sans réticence au sujet de leurs opérations concernant la monnaie et la dette publique. Nous comprenons—et tout négociant éclairé et sensé doit le réaliser—que les hauts fonctionnaires de la Banque à Ottawa ne

peuvent prendre de grandes décisions ou modifier leur politique de façon majeure sans y réfléchir mûrement et se consulter, ce qui impose des délais et doit être tenu secret; mais nous sommes quand même d'avis que la Banque peut améliorer ses rapports ordinaires avec les marchés. Nous y reviendrons au chapitre 26 après avoir traité plus pleinement des mécanismes et des effets des politiques monétaires et de gestion de la dette. Pour le moment, nous tenons à souligner et à louer les efforts accomplis récemment pour améliorer les méthodes de négociation et les communications avec les milieux du placement.

A certains moments, l'objectif d'obtenir des marchés larges et autonomes ne peut se concilier facilement avec la nécessité d'amener les taux d'intérêt à des niveaux précis ou d'enrayer les fluctuations excessives des marchés. Il est particulièrement difficile à la Banque de «se dégager» après s'être portée gros acheteur dans plusieurs émissions et d'empêcher le marché de mal interpréter ce retrait. Cependant, si la Banque expliquait ses buts plus franchement en pareille occasion, cela aiderait; il en va de même quand la Banque conduit des opérations de caractère plutôt mécanique pour la gestion de la dette du gouvernement. A l'heure actuelle, les agents-négociateurs de la Banque disent au marché que telle ou telle transaction est «pour un client» lorsqu'elle est faite pour un compte du gouvernement ou pour un client étranger; et les négociants semblent conférer à cette expression une importance particulière. Nous ne croyons pas que la Banque doive être liée par ce genre de règles, qui ne sont d'ailleurs pas très significatives si l'on songe à l'étroite relation qui existe entre la politique monétaire et certains aspects de la gestion de la dette, sujet auquel nous reviendrons dans des chapitres ultérieurs. Il se présente cependant de fréquentes occasions où la Banque pourrait parler plus ouvertement, et où elle pourrait même atteindre plus aisément ses grands objectifs en le faisant. Comme les opérations de la Banque exercent de profondes répercussions directes et indirectes sur les marchés des valeurs et sur la situation du crédit, il est bien normal

que les négociants accordent une grande attention à l'interprétation de la conjoncture par la Banque, ainsi qu'aux politiques monétaire et de gestion de la dette que les autorités adopteront probablement en réponse à la conjoncture. Cela ne signifie pas cependant qu'ils doivent toujours partager le sentiment des autorités, attendre qu'elles agissent ou ne faire preuve d'aucune indépendance de jugement. Mieux on informe les marchés, et plus on les laisse libres d'établir l'échelle des taux d'intérêt sans trop se guider sur les autorités lorsque les objectifs généraux le permettent, plus ils sont susceptibles de jouer un rôle utile et efficace.

Les méthodes employées pour distribuer les nouvelles émissions fédérales ne semblent plus causer de frictions entre la Banque et les négociants. Les pratiques actuelles découlent d'expériences nombreuses et paraissent bien adaptées au marché canadien, quoique cela ne signifie pas qu'elles ne doivent plus jamais changer. A la vérité, comme nous le soutiendrons plus pleinement dans des chapitres ultérieurs, les autorités doivent choisir leurs techniques avec tout autant de souplesse pour gérer la dette publique que pour leurs autres opérations.

Il est souhaitable, pour des raisons politiques aussi bien qu'économiques, que les gérants de la dette s'adressent à un public d'acheteurs aussi varié que possible. Une grande diffusion de la dette publique contribue à rendre la collectivité plus consciente des politiques et activités gouvernementales, et elle favorise aussi l'extension des marchés et la négociabilité des titres, ce qui peut aider à réduire les frais d'intérêt. Enfin, la multiplicité des détenteurs de titres peut aider à diffuser les effets de la politique financière à tous les secteurs de l'économie. Il faut ajouter à ces motifs, pour le Canada, l'existence d'un marché institutionnel moins développé qu'aux États-Unis; les ventes au détail aux particuliers doivent donc fournir une forte proportion des fonds dont l'État a besoin. En fait, il semble que la dette négociable du gouvernement du Canada détenue par les particuliers soit presque deux fois plus élevée proportionnellement qu'aux

États-Unis¹². Avant de mobiliser leurs vastes réseaux de bureaux et leurs personnels de vendeurs au détail, les négociants désirent avoir une idée des montants d'obligations qu'ils auront à distribuer ainsi que de la date et des caractéristiques principales d'une nouvelle émission. Il est donc particulièrement important au Canada de réduire l'incertitude qui entoure ces émissions afin de pouvoir profiter pleinement des moyens de distribution des milieux du placement.

Même si la Banque du Canada et les comptes de l'État agissent en pratique comme souscripteurs des émissions du gouvernement et peuvent en acheter eux-mêmes une partie au début, la distribution s'en fait surtout par les soins d'environ 270 négociants en valeurs et courtiers et des huit banques à charte et des deux banques d'épargne du Québec, qu'on appelle collectivement les distributeurs primaires. La Banque nous dit que les négociants sont admis dans ce groupe seulement après qu'une enquête attentive a établi leur valeur financière et leur réputation à titre de distributeurs actifs et réguliers de valeurs de bonne qualité. Le recours aux banques à charte et le choix de négociants qui ont leur siège social en différentes villes à travers le pays assurent la représentation géographique du groupe.

Pour les toutes dernières émissions, la Banque a adopté la pratique d'offrir «ferme» une partie de l'émission à chaque négociant, ce qui assure à chacun un montant minimum d'obligations dans la mesure où il accepte tout ou partie de son lot. Elle invite de plus chacun à placer sa commande pour le reste de l'émission; mais les négociants et les banques ne peuvent ainsi commander plus du double du montant ferme qu'ils ont accepté. Cette règle vise à prévenir la pratique de souffler les commandes, qui risque de faire allouer à un négociant plus de titres qu'il n'en peut distribuer quand il a mal prévu quelle partie de sa commande sera acceptée. Lorsque le livre des

commandes est fermé, on répartit au prorata cette partie de l'émission qui n'était pas offerte ferme en même temps que les obligations offertes ferme et refusées. La livraison et le paiement s'effectuent d'habitude deux semaines plus tard.

Avant chaque émission, le ministre des Finances et ses conseillers de la Banque du Canada et du ministère auront tenu des réunions pour en déterminer le taux, la durée, la méthode de distribution, la commission, etc. Dans la semaine qui précède l'émission, le ministre des Finances en aura annoncé certaines des caractéristiques générales ainsi que la date d'émission, fixée ordinairement entre deux et quatre jours plus tard. Cela permet aux négociants de commencer à organiser leur campagne de vente, même si le montant global de cette émission, sa durée, ses conditions de rachat par anticipation, son prix et son rendement ne sont décrits que dans les télégrammes envoyés aux négociants à travers le pays avant l'ouverture des opérations le jour même où l'émission est offerte. Ces télégrammes indiquent aussi le taux de commission (qui va de .10 à .25 p. 100 sur les émissions à court terme jusqu'à .75 p. 100 sur les émissions à long terme), les dates de paiement des intérêts et les coupures disponibles. Ils indiquent aussi le montant offert ferme à l'ensemble des distributeurs primaires ainsi qu'au destinataire du télégramme, et ils donnent les instructions à suivre pour les commandes et la livraison. Enfin, ils stipulent le prix d'émission, c'est-à-dire le prix minimum auquel les titres peuvent être offerts ou vendus au public; le prix devient libre d'habitude le jour de la livraison ou avant. En présentant sa commande, le distributeur primaire s'engage également à respecter une série de règlements concernant les ventes par l'intermédiaire de sous-agents et d'autres sujets, et à fournir à la Banque un relevé de toutes ses ventes de titres de l'émission durant le prochain mois ou à peu près.

Entre autres problèmes que comporte cette méthode de distribution, mentionnons ceux de déterminer correctement le prix de l'émission et le taux des commissions, de choisir les distributeurs primaires et de fixer équitablement la pro-

¹² Nous avons considéré s'il serait possible d'encourager les négociants à développer ce marché plus coûteux à servir, en adoptant un régime de prix double ou de commissions à deux taux pour les nouvelles émissions. Mais, même en laissant de côté la question de savoir si des techniques de ce genre seraient efficaces ou si on en a besoin, elles ouvriraient la porte à des abus qu'il serait difficile et coûteux de contrôler.

portion de chacun selon sa capacité de vendre. Le rôle de la Banque dans ces questions est officiellement celui d'agent pour le ministre des Finances. Une autre méthode possible d'émission est celle de la vente aux enchères; elle est employée avec succès depuis 1934 pour les bons du Trésor, mais elle n'a été essayée qu'à deux reprises pour les obligations, durant le premier semestre de 1960. Cette méthode élimine les problèmes de déterminer les prix, les lots et les commissions et elle assure au gouvernement le meilleur prix possible pour cette émission-là. Elle comporte cependant ses propres problèmes; par exemple, la seule émission complètement mise en adjudication—celle à 4½ p. 100 échéant le 1^{er} décembre 1962—ne fut pas bien distribuée. Chaque négociant doit deviner les intentions des 269 autres soumissionnaires, de sorte que les prix soumis peuvent manquer de réalisme pour ensuite fléchir. De plus, le négociant ne sait pas quel lot, et à quel prix, les enchères lui attribueront; il hésite donc à se lancer dans la sollicitation de sa clientèle avant de connaître le résultat de sa soumission, mais l'intérêt initial peut s'être alors évanoui.

Ces problèmes seraient moins aigus si les émissions étaient mises en adjudication entre deux ou plusieurs puissants syndicats de souscription qui pourraient sonder d'avance le marché avec méthode, et qui n'auraient pas à s'inquiéter des soumissions illogiques de petits négociants ou courtiers. Vers la fin de 1962, le Trésor américain a réussi à vendre ainsi une émission de 250 millions de dollars d'obligations à long terme; une émission subséquente n'a cependant pas réussi à attirer les acheteurs, malgré sa petitesse par rapport à l'ampleur du marché américain, et le syndicat est resté avec beaucoup d'obligations invendues¹³. Le marché canadien n'est pas encore assez développé pour absorber des émissions du gouvernement canadien cédées aux enchères entre des syndicats rivaux, même si on suppose que la Banque du Canada et les comptes de l'État achèteraient une forte tranche de l'émis-

sion au prix moyen des enchères. Quoi qu'il en soit, nous ne voyons pas qu'on ait besoin de mettre cette méthode à l'épreuve pour le moment, mais nous ne voudrions certainement pas en déconseiller l'usage pour toujours.

Certains membres de l'I.D.A. nous ont suggéré que le gouvernement fédéral fasse souscrire ses émissions par négociations avec un syndicat unique. Ils oublient que la Banque du Canada est l'agent financier du gouvernement fédéral et que la politique de gestion de la dette doit cadrer avec les autres politiques du gouvernement. C'est au gouvernement qu'il appartient de fixer les modalités et le montant de ses émissions afin d'éviter des conflits inutiles avec la politique monétaire; et la Banque du Canada ne peut s'abstenir d'opérer sur les marchés des valeurs pour atteindre ses objectifs. Nous ne voyons pas, par conséquent, qu'il soit souhaitable ni pratique d'établir un syndicat de souscription unique. Cela augmenterait sûrement les frais de distribution; et la Banque, au lieu de pouvoir bénéficier de l'expérience et du jugement d'un bon nombre de négociants, serait contrainte de négocier avec un organisme monolithique intéressé d'abord à faire des profits. Si l'on considère la rigidité de la composition des autres syndicats de souscription, ce groupe unique de souscripteurs privés ne serait sûrement pas composé sans créer également des difficultés et des injustices.

La dernière façon dont on pourrait modifier la méthode actuelle de distribution des nouvelles émissions fédérales serait de procéder selon un régime qu'on appelle en anglais le «tap system» en vertu duquel la banque centrale ou les comptes de l'État achètent du Trésor la totalité ou une tranche importante d'une émission et la distribuent au fur et à mesure que les marchés en demandent. Au Royaume-Uni, les titres que le public ne prend pas à l'émission sont acquis par le Service des émissions de la Banque d'Angleterre et sont mis en circulation par l'intermédiaire du Courtier officiel, durant les semaines et les mois qui suivent, à un prix normalement un peu inférieur au prix courant des émissions comparables du gouvernement. Les quelques

¹³ Le Trésor américain vend habituellement ses obligations directement, et les banques et les négociants ne touchent aucune commission sur les commandes qu'ils obtiennent.

émissions «on tap» sont surveillées de près par les milieux financiers et font figure de baromètres du marché des valeurs de grande classe. Le grand avantage d'une telle méthode est d'éliminer les injections massives de valeurs sur le marché, avec leurs problèmes de prix et de distribution. D'autre part, le marché sera étroit et l'émission manquera de liquidité si une tranche importante de l'émission n'est pas distribuée dès le début; et les négociants répugneront à conserver des stocks et à coter des prix dans une émission dominée complètement en pratique par les autorités. Il est évident que cette méthode ne concourt aucunement à l'établissement de marchés autonomes et élastiques. Il peut arriver que les autorités monétaires veuillent mettre en circulation de forts montants d'obligations ou pousser les taux de certaines valeurs à un niveau précis; mais cela peut s'effectuer sans modifier la méthode de distribution des nouvelles émissions.

Ces dernières années, la Banque du Canada a acheté parfois la totalité et souvent une partie d'une nouvelle émission, mais ses intentions au sujet d'une revente possible n'ont pas toujours été claires. Aussi, les négociants ignoraient si ces titres viendraient sur le marché, et à quelles conditions, jusqu'au moment où la Banque commença ensuite à accepter des offres. Comme la Banque s'est parfois retirée du marché au bout de quelques jours, on ne peut considérer ce genre d'opérations comme un véritable «tap system». Ce peut être cependant une technique utile pour enrayer les excès de spéculation sur les nouvelles émissions. En outre, quand la Banque et les comptes de l'État prennent ainsi ces titres en échange d'obligations à plus court terme et dans le dessein de les placer ensuite sur le marché, ce procédé peut s'avérer utile pour refinancer avant échéance la dette détenue par le public.

La méthode actuelle de distribuer les nouvelles émissions fédérales dans tout le pays à l'aide d'un grand réseau de distributeurs primaires choisis par la Banque fonctionne bien dans l'ensemble. Le problème de déterminer les prix ne s'est pas révélé trop sérieux ces derniers temps, et l'amélioration des contacts et des communications avec

les milieux du placement devrait l'atténuer davantage. Le nombre des distributeurs primaires semble cependant trop considérable, et les lots attribués à chaque membre de syndicat ne reflètent pas toujours leur capacité de vente réelle. En fait, on sait que certains négociants, dont quelques-uns sont avant tout des courtiers, ne fournissent pratiquement aucun travail et ne font que vendre leur lot directement ou indirectement aux gros négociants et aux banques. Certes, il existe des raisons d'ordre géographique ou autre qui empêchent la Banque de modifier la part de chacun aussi rapidement qu'elle le voudrait peut-être; mais nous croyons que ce serait rendre service au monde de la finance lui-même que de rendre les méthodes de distribution plus efficaces et de rayer de la liste les maisons faibles et répartir leurs lots entre les maisons en expansion. Plus de 85 p. 100 des commissions sur les nouvelles émissions fédérales sont payées aux banques et aux 32 maisons de placement qui maintiennent des stocks importants de valeurs d'État; il ne faudrait cependant pas fermer automatiquement la porte aux petites maisons progressives tant que leur capacité de vente représente un apport valable ou s'accroît.

En cherchant les moyens d'améliorer le marché des obligations du gouvernement, nous avons considéré quelques autres possibilités de changer les méthodes de distribution, notamment que le gouvernement vienne sur le marché à intervalles fixes ou connus d'avance, ou qu'il annonce ses nouvelles émissions plus tôt. Dans le premier cas, cela aiderait peut-être les autres emprunteurs à choisir les dates de leurs propres émissions; dans l'un et l'autre cas, cela donnerait plus de temps aux acheteurs possibles pour examiner leurs portefeuilles. Cependant, l'un ou l'autre changement réduirait la latitude des administrateurs de la dette, tout en provoquant probablement aussi une stagnation des marchés pendant que les négociants et les épargnants attendraient de connaître les conditions de la nouvelle émission. L'avis de quelques jours que l'on donne actuellement avant une émission est utile, et nous exhortons le gouvernement à tenir le marché informé de ses besoins probables de fonds; mais nous ne croyons

pas que des émissions à intervalles réguliers ou des avis plus longs amélioreraient la situation dans l'ensemble.

Cependant, le marché canadien gagnerait peut-être beaucoup plus à ce qu'on réduise le nombre des émissions en cours et à ce qu'on en augmente les montants. Le marché aurait peut-être parfois de la peine à absorber de plus grosses émissions, même espacées; mais rien n'empêche d'ajouter les nouveaux emprunts aux émissions en cours chaque fois que cela est possible, et de les porter graduellement à un chiffre qui assurera des marchés secondaires plus actifs et une meilleure liquidité tout en éliminant les petites émissions pour lesquelles il n'existe pas de véritable marché. Naturellement, il serait impossible d'ajouter aux émissions cotées beaucoup en bas du pair, surtout après les mesures que l'on a adoptées en décembre 1960 pour décourager la tendance des gouvernements inférieurs à offrir des obligations à petit coupon et à gros escompte pour augmenter le rendement après impôts de leurs acheteurs et réduire leurs propres frais d'emprunt. L'impôt retenu à la source crée aussi des embarras techniques si on ajoute aux émissions lancées avant l'établissement de cet impôt et qui n'y sont pas assujéties.

Nous désirons finalement nous dire d'accord avec la Banque du Canada au sujet des effets perturbateurs pour le marché de la pratique des «folles commandes» («free riding») dans une nouvelle émission. Lorsque le prix d'une nouvelle émission est à la hausse, le fol acheteur place une commande d'achat avec l'intention de revendre avant la date de livraison, ce qui lui permet de faire un profit sans rien déboursier. Cette demande soufflée mais momentanée peut entraîner une augmentation de prix artificielle suivie d'une baisse rapide qui déçoit les acheteurs sérieux. Un second abus, la «rétention», se produit quand un négociant, dans un marché à la hausse, retient une nouvelle émission au lieu de la vendre à ses clients et encaisse le profit lui-même subséquemment. Ces deux pratiques nuisent aux marchés et à la réputation des milieux financiers. Comme nous l'a rappelé la Banque du

Canada: «Il est important que la mise en marché d'une émission de nouvelles obligations soit bien ordonnée, non seulement en ce qui a trait à l'émission directement en cause, mais aussi afin d'assurer que les émissions à venir soient bien accueillies. Les distributeurs du marché initial et les placeurs de fonds qui ont fait de mauvaises affaires lors d'une émission sont portés, lors de la suivante, non seulement à exiger de meilleures conditions en ce qui a trait au prix, mais encore à cultiver une plus forte propension à l'agiotage»¹⁴. La National Association of Securities Dealers des États-Unis interdit expressément les folles commandes et la rétention par ses règles de pratique équitable; mais les statuts et les règlements de l'Investment Dealers' Association du Canada sont muets sur ce point. A notre avis, les milieux financiers canadiens devraient adopter une attitude plus énergique sur ces deux questions. Parfois, le fol acheteur est un agent-négociateur d'institution financière, reconnu comme tel par les négociants, qui pourrait être mis en échec par des mesures concertées et avec la collaboration des dirigeants des institutions financières. A part l'auto-discipline du monde de la finance, les folles commandes diminueraient si tout acheteur était tenu de faire un dépôt avec sa commande, soit en argent soit, dans le cas d'une émission de refinancement, en titres de l'émission qui arrive à échéance.

Nous traiterons dans un chapitre subséquent du sujet des Obligations d'épargne du Canada ainsi que des questions que ce sujet soulève, mais il y a lieu de noter que les négociants jouent un rôle actif dans leur distribution, tout comme les banques et les compagnies de fiducie, les caisses populaires, les banques d'épargne du Québec et les caisses d'épargne provinciales. La proportion croissante de la dette fédérale constituée par ces obligations est une des causes du rétrécissement du marché de détail pour les autres émissions; cela aussi a poussé les négociants à s'orienter davantage vers le marché des institutions et des autres acheteurs plus avertis, une tendance que nous avons déjà signalée. Malgré cette tendance, cependant, la capacité de vente des maisons de placement continue d'augmenter en

¹⁴ Mémoire IV, paragraphe 34.

valeur absolue; et elles se sont montrées capables de distribuer des émissions d'État qui atteignent plusieurs centaines de millions de dollars. Si d'un côté les émissions du marché monétaire ne peuvent être vendues à guère plus de mille clients, par contre on a obtenu jusqu'à 20,000 commandes dans une seule émission destinée au marché de détail.

Les marchés des obligations, le marché monétaire, et le monde des négociants qui en forme le noyau ont tous acquis de l'importance, de la diversité et de la maturité depuis la guerre. L'expansion de leurs activités s'est traduite par une plus grande capacité de vente et une négociation plus intense; leur rôle a été important pour le financement du développement du pays. Le monde du placement, sauf quelques exceptions, a acquis un caractère plus professionnel, concurrentiel et entreprenant, tandis que ses normes de conduite se sont beaucoup relevées. Il s'est créé de vrais marchés secondaires là où il n'en existait pas auparavant, ce qui a permis de réunir des capitaux plus facilement et à meilleur compte, et ce qui a fourni à la banque centrale

un meilleur instrument pour ses propres opérations. La Banque du Canada a beaucoup favorisé cette évolution du marché—publiquement et privément—et il faut lui être redevable d'une bonne partie de ces progrès, même si ses rapports avec les milieux financiers pourraient être meilleurs. Ce secteur remplit ses fonctions à un prix raisonnable, sauf le cas noté de certaines activités de souscription où les marges pratiquées nous semblent exagérées par rapport au risque assumé et à la rareté des pertes réellement subies. Les émetteurs sont cependant responsables eux aussi de ce manque de concurrence, parce qu'il existe souvent d'autres maisons disposées à souscrire leurs émissions à meilleur compte. Un autre point faible: les grandes maisons bien établies répugnent à souscrire les émissions des petites entreprises ou des entreprises moins aguerries, ce qui contribue peut-être aux frais élevés supportés par ces entreprises pour se faire servir par d'autres maisons. Sauf ces exceptions, l'industrie a su s'acquitter de sa fonction de lever et de répartir les capitaux avec énergie, imagination et efficacité.

LES BOURSES ET LA LÉGISLATION SUR LES VALEURS MOBILIÈRES

Les marchés d'actions ordinaires et privilégiées, bourses organisées ou coulisses, remplissent à peu près les mêmes fonctions à l'égard des actions des compagnies que le marché des obligations et le marché monétaire à l'égard des titres de créance. Ils servent de places commodes pour les négociations, de baromètres de valeur et de rouages pour augmenter la liquidité des actions. Cependant, ils ne sont pas autant soumis à l'influence des variations dans les conditions de crédit, même s'ils n'y échappent pas; car c'est surtout le niveau actuel ou anticipé des profits et l'optimisme des acheteurs qui déterminent le cours des actions. De plus, les courtiers de bourse diffèrent des négociants en valeurs en ce qu'ils agissent presque exclusivement comme agents qui exécutent des commandes, qu'ils ne font que rarement des opérations pour leur propre compte, et qu'ils ne conservent que de très petits stocks. D'ailleurs, ce sont les négociants en valeurs qui distribuent la plupart des nouvelles émissions des entreprises commerciales et industrielles et des grosses affaires minières et pétrolières, même si les courtiers deviennent plus actifs comme souscripteurs. Par contre, les courtiers-négociants, une troisième catégorie de courtiers, s'occupent principalement de placer de nouvelles émissions spéculatives dans le public, souvent en utilisant l'organisation d'une bourse mais parfois aussi dans la coulisse. Comme les principaux problèmes concernant la législation sur les valeurs mobilières et la protection du public se posent précisément à propos de ces marchés d'actions, nous en traite-

rons dans le présent chapitre même s'ils concernent également les marchés d'obligations pour une part.

Le niveau moyen d'aptitude professionnelle qu'on attend d'un courtier ne rejoint pas tout à fait celui que possède la moyenne des membres de l'I.D.A., d'une part parce qu'il s'agit d'un travail d'agence et, d'autre part, parce que certains spéculateurs pensent encore qu'il est aussi profitable de faire ses placements à l'aveuglette que rationnellement; mais les mêmes facteurs fondamentaux font évoluer ce milieu pour le rendre plus compétitif et plus professionnel. L'institutionnalisation croissante des opérations boursières est attestée par les plus gros portefeuilles d'actions que détiennent les fonds mutuels, les caisses de retraite et les fiduciaires, dont nous avons parlé dans les chapitres précédents. Il semble que le volume des achats effectués pour ces portefeuilles et pour les autres comptes administrés par des institutions a représenté au moins 60 p. 100 des nouvelles émissions d'actions ces dernières années. Bien que les institutions soient loin de participer dans la même proportion aux transactions sur les marchés secondaires, ces acheteurs représentent quand même une part de plus en plus importante du volume d'affaires des courtiers. Comme bien d'autres clients maintenant, ils s'attendent à recevoir des analyses et des recommandations d'experts en placements; et pour répondre à cette demande, le milieu recherche plus de diplômés universitaires et abandonne graduellement ses méthodes d'apprentissage prolongé dans des tâches

subalternes et mal rémunérées qui rebutaient les sujets de calibre supérieur. Ces gros clients ont exigé, et obtenu, des concessions de prix sur leurs commandes importantes, comme ils en ont obtenu des négociants en valeurs, ce qui a aussi forcé les maisons de courtage à accroître l'efficacité et la compétence de leur administration.

En outre, les affaires des courtiers ont subi les effets de l'arrêt de l'essor rapide de l'économie, au cours duquel les capitaux étaient en forte demande, les profits et les prix des denrées montaient, et l'avenir était considéré avec un optimisme exubérant. L'activité des marchés boursiers s'est passablement ralentie depuis le milieu des années '50, alors que la sous-évaluation des cours de 1949 était en train de se corriger; et ce ralentissement des opérations a beaucoup affecté les revenus, les marges de bénéfices et le volume d'affaires des courtiers. Aussi, la concurrence s'est intensifiée et le fardeau de l'inefficacité s'alourdit. Ces tendances apparaissent dans la valeur combinée des transactions effectuées sur les bourses de Toronto et de Montréal et dans le comportement de l'indice des cours boursiers du B.F.S. (Graphique 17-1). On notera le parallélisme étroit des marchés canadiens avec celui de New York, tant parce que la conjoncture et le climat des milieux d'affaires évoluent dans le même sens dans les deux pays qu'à cause des liens très étroits qui unissent les marchés eux-mêmes. Les cours boursiers et le volume des transactions continueront évidemment de fluctuer selon l'activité commerciale, le sentiment spéculatif, la tendance des profits des entreprises et le niveau des rendements sur les autres sortes de valeurs. Comme les bourses enregistrent avec fidélité l'optimisme des consommateurs et du monde des affaires, les variations des cours et des transactions continueront probablement aussi de précéder les points tournants de la conjoncture. Néanmoins, il se peut très bien qu'ils restent à des niveaux plus faibles en moyenne, ce qui fera régner un climat de concurrence plus acharnée dans le milieu des courtiers, appelé d'autre part à répondre aux exigences croissantes de portefeuillistes plus avisés.

Il y a environ 200 courtiers et courtiers-négociants au Canada; la plupart d'entre eux sont membres d'au moins une bourse. Les bourses les plus importantes sont celles de Toronto, qui compte 98 membres, et celle de Montréal qui, avec la bourse Canadienne, en compte 103. Les bourses de Vancouver et de Winnipeg ont respectivement 45 et 30 membres, ou à peu près. Il faut compter de plus les 66 membres de la Broker-Dealers' Association of Ontario, dont certains font partie de la Bourse de Toronto. Les trois quarts environ des membres des principales bourses font partie de l'I.D.A. ou sont étroitement associés à des membres de l'I.D.A. Sur la base du nombre des maisons comme sur celle de leur capitalisation, le monde des courtiers canadiens représente à peu près le quinzième de celui des États-Unis ce qui est un rapport semblable à celui qui existe entre les produits nationaux bruts des deux pays. Le nombre des maisons de courtage est demeuré assez stable ces dernières années, mais celui des courtiers-négociants a fait une chute à pic: leur nombre était de 179 en 1950-1951, au sommet du boom de la prospection minière, à comparer à 66 en mars 1963.

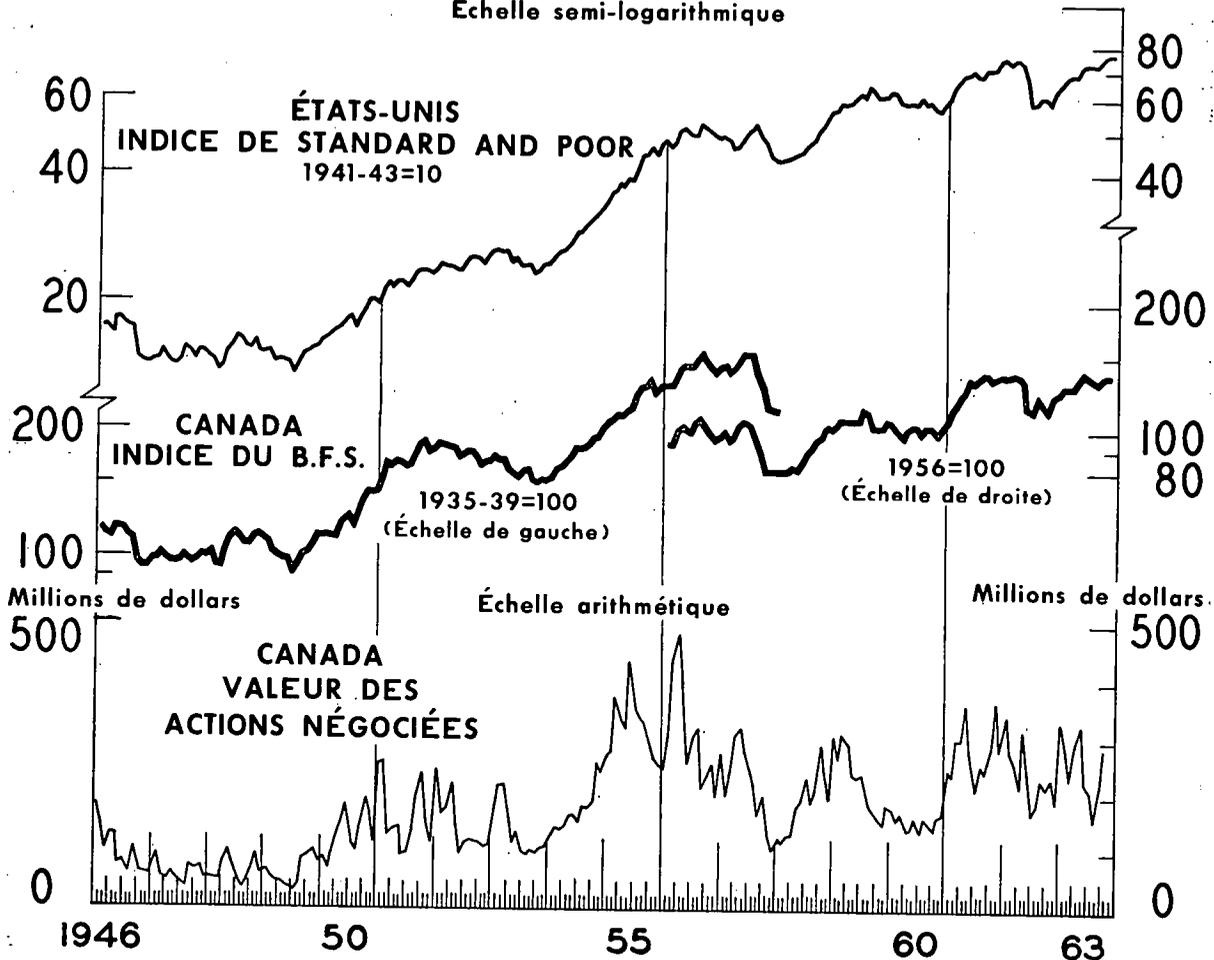
Plus encore que les négociants en valeurs, les courtiers sont fortement concentrés à Toronto et Montréal, bien que le quart des maisons affiliées à la Bourse de Toronto aient des bureaux ailleurs en Ontario et que le dixième aient des réseaux de succursales encore plus étendus. Dans certains cas, ces réseaux sont très ramifiés, et les maisons tendent à élargir leur rayon d'action à l'échelle nationale; ceci ne peut que grossir le volume d'affaires de la bourse de Toronto et des deux bourses de Montréal, sur lesquelles s'exécutent 97 p. 100, en valeur, des transactions boursières au Canada. Cependant, la concentration des affaires entre les maisons est moins forte que chez les négociants; par exemple, une enquête conduite à Toronto indiquait que 17 p. 100 des membres qui y ont répondu gagnaient 38 p. 100 du volume des commissions, et une enquête semblable à Montréal montrait que la même proportion de maisons en absorbait 50 p. 100. On se souviendra que la moitié moins en proportion des membres de l'I.D.A. avaient à peu près la

Graphique 17-1

COURS DES ACTIONS ET VOLUME DES TRANSACTIONS

Données mensuelles

Échelle semi-logarithmique



moitié des recettes et des capitaux des négociants en valeurs. Dans le domaine du courtage, le caractère des maisons varie aussi énormément, depuis de petites organisations de deux personnes qui font des opérations simples et de caractère personnel, ou qui même ne transigent que pour leur propre compte, jusqu'à de très gros établissements, quelques-uns assez spécialisés ou qui possèdent un haut degré de compétence. On rencontre aussi des maisons de toutes tailles spécialisées dans la souscription et la distribution

d'actions spéculatives d'entreprises minières et pétrolières.

Les membres de la bourse de Toronto obtenaient en 1961 près de 80 p. 100 de leurs revenus totaux sous forme de commissions de courtage, et les membres des bourses de Montréal, 77 p. 100. Leurs opérations de négociation et, surtout, de souscription leur donnaient 13 p. 100 de leurs revenus, soit près de deux fois autant qu'en 1951. Ils ont ainsi tenté de diversifier leurs affaires, à cause des variations accentuées de leurs

profits nets: pour les cinq années étudiées dans le relevé de la Bourse de Toronto, ces profits ont fluctué entre 1.3 et 19.8 p. 100 de leur capital propre pour faire une moyenne raisonnable de 8.5 p. 100. Ces chiffres donnent peut-être une idée exagérée du niveau véritable de leurs profits, car les traitements et bonis versés aux associés et aux actionnaires représentent moins de 10 p. 100 du revenu des firmes et n'ont manifesté aucune tendance prononcée à la hausse.

Les bourses fixent le montant minimum du capital que leurs membres doivent maintenir dans leurs firmes, selon un barème proportionnel à leurs volumes d'affaires; d'habitude, elles insistent pour que ce capital ne comprenne pas les sommes engagées pour l'achat des sièges à la bourse, les immobilisations et l'équipement de bureau. Les bilans des maisons membres de la Bourse de Toronto indiquaient un actif combiné de 138 millions de dollars, composé surtout de comptes à recevoir des clients et de comptes sur marge; leurs stocks d'actions valaient moins de 4 millions. Leurs principales sources de financement, les soldes créditeurs des clients mis à part, étaient des prêts à vue et autres, obtenus surtout des banques, et leurs propres capitaux qui se chiffraient par plus de 31 millions. Comme l'indique le tableau ci-dessous, les avoir-propres combinés des membres des bourses de Toronto et de Montréal ont doublé depuis dix ans bien que leurs taux de profits aient décliné dans l'intervalle.

CAPITAL ET PROFITS

	1951	1959	1960	1961
	millions de dollars			
Bourse de Toronto.....	14.0	32.8	30.2	31.2
Bourse de Montréal et Bourse canadienne.....	9.6	16.1	14.9	16.0
TOTAL.....	23.6	48.9	45.1	47.2
Profits nets en p.c. du capital (selon un relevé spécial de la B. de T. seulement).....	19.8%	11.4%	1.3%	7.9%

Voir les mémoires des Bourses pour des données supplémentaires.

Les exigences des bourses en matière de capital paraissent suffisantes pour protéger le public, mais les normes de la Broker-Dealers' Association, qui ne fixent qu'un minimum de \$5,000 en capital non grevé, paraissent déraisonnablement basses; à notre avis, ce chiffre devrait être haussé et fixé en proportion du passif. Les bourses procèdent à des vérifications, périodiquement et à l'improviste, pour faire respecter ces normes, et elles ont leurs propres vérificateurs pour s'acquitter convenablement de cette fonction; c'est une question d'autant plus importante que les commissions provinciales de valeurs mobilières en abandonnent la responsabilité aux bourses, règle générale. Les bourses exigent aussi que leurs membres s'assurent contre les risques qui pourraient entraîner des pertes pour le public, et demandent que le montant de cette assurance soit proportionné au volume de leurs opérations. Par contre, la B.D.A. n'exige qu'une police-cautionnement ou une assurance-valeurs de \$10,000 dans cinq grandes villes, et de seulement \$2,000 ailleurs; elle devrait établir un barème d'assurances qui corresponde davantage à l'étendue et à la nature des risques auxquels ses membres sont exposés. En ce qui concerne la publication de statistiques financières périodiques sur le milieu, la publication du capital propre de chaque maison, et la divulgation complète par chaque firme à ses déposants et créanciers de sa situation financière, nos commentaires du chapitre précédent s'appliquent tout autant aux courtiers et aux courtiers-négociants.

Un des buts des bourses est de protéger le public et d'encourager leurs membres à adopter de saines pratiques financières et des normes élevées d'éthique professionnelle. Elles ont obtenu des résultats de ce côté, mais elles n'ont ni les fonds ni l'autorité nécessaires pour s'acquitter seules de cette tâche, elles entrent parfois en conflit avec leurs membres, et elles se heurtent assez souvent à l'indifférence massive d'un public intéressé aux profits rapides que font miroiter les valeurs spéculatives¹. De plus, malheureusement, les commissions de valeurs mobilières ne sont que

¹ Voir, par exemple, la déposition de la Bourse des valeurs de Vancouver, témoignages, pages 70 à 75.

trop portées à s'en remettre aux organes disciplinaires des associations pour résoudre les problèmes difficiles de réglementation. Les bourses sont des corps publics constitués en vertu de lois provinciales et surveillés par les commissions provinciales de valeurs mobilières; mais leurs pouvoirs d'imposer une discipline à leurs membres et de réglementer leur activité ne sont pas toujours clairs; quand ils le sont, c'est souvent sans droit d'appel à un organisme extérieur. Règle générale, les bourses régissent l'admission des nouveaux membres, déterminent les conditions requises des membres pour qu'ils en conservent le statut, établissent les règlements de négociation, de marge² et de livraison, et définissent les conditions imposées aux compagnies dont les actions sont admises à la cote. En plus de ces fonctions de régie interne, elles conduisent des programmes éducatifs au bénéfice des épargnants à l'aide de publications et de réclame (leurs budgets restreints limitent cette activité), elles assurent un service étendu de diffusion des cotes, et elles représentent leur milieu auprès des organismes publics et autres.

La Broker-Dealers Association of Ontario a été constituée par une loi publique de l'Assemblée législative ontarienne, en 1947; ce bill confère une certaine mesure d'autonomie et certains pouvoirs de réglementation à cette partie du monde du placement qui s'occupe surtout de lever des capitaux de spéculation pour l'exploration et l'exploitation des richesses naturelles. On a dit de la situation qui régnait naguère dans ce secteur du monde financier «qu'elle faisait penser à une jungle»³. Bien que l'Association assume aussi des fonctions de représentation pour ses membres, sa tâche principale consiste à faire respecter certaines normes financières et règles de conduite par le milieu. Ici aussi, on a réalisé de grands progrès même si on est encore loin de la perfection.

² Somme qu'un client peut emprunter en offrant des valeurs en garantie.

³ Déposition de l'honorable C. P. McTague, ancien président de la Commission des valeurs mobilières d'Ontario, devant un comité spécial de l'Assemblée législative en 1951; citée dans le mémoire de la B.D.A., paragraphe 1.

LES BOURSES

La raison d'être des bourses est de constituer un endroit connu où les cours s'établissent avec précision et continuité et où les portefeuillistes peuvent exprimer leurs préférences fondamentales en négociant librement. En attirant davantage l'attention du public sur les cours boursiers, en abaissant le coût des transactions et en augmentant la négociabilité des actions, les bourses peuvent contribuer largement à la dissémination des titres inscrits à la cote. Cette extension des marchés abaisse aussi les rendements et permet donc aux émetteurs d'obtenir plus facilement des fonds par émission d'actions. Cependant, comme nous l'indiquerons plus loin, certaines caractéristiques des opérations de bourse au Canada peuvent avoir pour effet d'accroître les frais du placement et d'entraver le libre jeu des marchés; dans la mesure où ces facteurs suscitent la méfiance de la clientèle pour les actions ordinaires, ils nuisent à la diffusion de la propriété des actions d'entreprises canadiennes.

Le choix d'actions présenté au public canadien est un peu moins varié que celui du marché américain; cela vient de l'orientation différente de notre essor industriel. Ainsi, il n'y a pas d'entreprises canadiennes qui fabriquent certaines sortes de produits chimiques, électroniques, ou mécaniques. Ce choix est également restreint par l'étendue de la participation étrangère dans notre économie, par les dimensions plus modestes de nombreuses entreprises canadiennes, ce qui rend leur capital-actions moins propre à une grande diffusion, par la nationalisation d'une bonne partie des services publics et par la mutualisation des compagnies d'assurance. D'autre part, les actions des entreprises d'exploitation des richesses naturelles sont plus nombreuses sur les marchés canadiens, et les «parts de mines» abondent tant sur les bourses que dans les coulisses. Nous avons déjà noté que les lois fiscales incitent les entreprises canadiennes à obtenir leurs nouveaux fonds par émission d'obligations quand c'est possible; mais ce facteur a autant de poids aux États-Unis qu'ici pour restreindre le volume des actions ordinaires.

Cependant, la cote des bourses canadiennes couvre une plus forte proportion des actions accessibles au public. Aux États-Unis, le nombre d'actions non inscrites, dont les cours sont donnés par les quotidiens, s'élève à environ trois fois les 1,600 titres cotés à la Bourse de New York, tandis qu'au Canada, si on omet les «parts de mines», les proportions sont à peu près renversées. Cela tient d'une part à la moins grande rigueur des normes d'inscription des bourses canadiennes, et d'autre part au fait que les titres non inscrits ne sont pas soumis aux États-Unis à une surveillance aussi sévère que les titres inscrits. Il y a aussi une différence au Canada entre les normes de surveillance applicables à chacune des deux classes de titres, mais la différence est moins grande; aussi les compagnies canadiennes ne trouvent pas autant d'intérêt à ne pas inscrire leurs actions.

Comme nous l'avons noté au chapitre 2, c'est une assez petite partie de la population qui détient des actions ordinaires, au Canada comme aux États-Unis. La proportion des actionnaires est en voie d'augmenter dans les deux pays, mais le taux d'accroissement semble plus rapide aux États-Unis. Comme on pouvait s'y attendre, vu que la gestion de petits portefeuilles d'actions ordinaires est coûteuse et difficile et qu'il y a avantage à commencer par acquérir d'autres valeurs plus liquides, environ 63 p. 100 des dividendes versés aux Canadiens qui ont présenté une déclaration d'impôt en 1960 sont allés à des contribuables ayant un revenu de \$10,000 et plus, et 35 p. 100 à des contribuables dont le revenu était de \$25,000 et plus, bien que ces deux groupes ne représentaient respectivement que 3.2 et 0.4 p. 100 du nombre des contribuables.

Aux États-Unis, on a constaté une concentration semblable de la propriété des actions. Cependant 64 p. 100 du nombre des actionnaires américains gagnaient moins de \$10,000, comparativement à 56 p. 100 au Canada. De plus, il existe un contraste frappant entre les attitudes des actionnaires des deux pays; tandis que 62 p. 100 des détenteurs américains interrogés en 1961 (et 51 p. 100 de ceux qui furent interrogés en 1963) avaient acheté des actions comme placement à long terme, 35 p. 100 seulement des par-

ticuliers (excluant les membres mêmes des bourses) qui achetèrent des actions au cours des trois jours couverts par un relevé effectué par les bourses de Montréal en juin 1962, se proposaient de les conserver plus de six mois⁴. Même s'il ne faut pas attacher trop d'importance à cet unique relevé canadien, fait dans une période de baisse des cours, c'est une indication qu'un grand nombre de Canadiens semblent considérer les actions comme des instruments de spéculation à court terme plutôt que comme une forme de placement plus durable.

Nous ne savons pas jusqu'à quel point le rabatement d'impôt de 20 p. 100 à l'égard des dividendes d'entreprises canadiennes, et l'absence d'impôt sur les profits de capital, ont pu influencer sur la répartition de la propriété des actions au Canada comparativement aux États-Unis. Il appartiendra à la Commission d'enquête sur la fiscalité de considérer s'il faut modifier ce régime fiscal; mais nous croyons qu'il importe de favoriser l'acquisition d'actions par les particuliers au Canada, en fournissant une meilleure information aux portefeuillistes, en réduisant les coûts des petits achats d'actions et en resserrant la législation sur les valeurs mobilières. Pour ce qui est des institutions, dont les achats ont représenté environ 20 p. 100 du total au cours du relevé de Montréal mentionné ci-haut, nous avons signalé au chapitre 13 que les compagnies d'assurance-vie n'avaient que d'assez petits portefeuilles d'actions, et nous avons fait des suggestions qui, nous l'espérons, les inciteront à grossir ces portefeuilles. Les caisses de retraite et les actifs administrés par les compagnies de fiducie à titre d'exécuteurs testamentaires, fiduciaires et agents comprennent déjà beaucoup d'actions ordinaires et leurs achats vont augmentant. On ne peut compter que les banques et les autres institutions qui prennent des dépôts en fassent autant en temps normal.

⁴ Mémoire de la Bourse des valeurs de Montréal, et les onzième et douzième *Public Transaction Studies* de la Bourse de New York, 13 septembre 1961 et 16 octobre 1963. L'impôt sur les profits des transactions à court terme étant assez élevé aux États-Unis, comparativement au traitement fiscal assez favorable des gains réalisés sur les titres détenus plus de six mois (assujettis à un impôt réduit sur les profits de capital plutôt qu'à l'impôt ordinaire sur le revenu), les résultats obtenus à New York en sont influencés dans une certaine mesure.

Bien qu'il soit difficile de comparer les dividendes distribués par les entreprises canadiennes et américaines qui présentent des perspectives et des risques équivalents, les rendements sur actions semblent être plus faibles au Canada qu'aux États-Unis, ce qui ne confirme pas l'opinion qu'il n'y aurait pas suffisamment d'acheteurs sur le marché canadien⁵. Au contraire, ces taux de rendements indiqueraient une insuffisance d'actions canadiennes offertes au public, conclusion que renforce la proportion passablement élevée d'actions étrangères dans les comptes de successions et de fiducies de particuliers administrés par les compagnies de fiducie, soit 6 et plus de 20 p. 100 respectivement du total de leurs avoirs en actions. De plus, comme nous l'ont dit des membres de la Bourse de Montréal, plusieurs maisons américaines ont jugé profitable de s'établir au Canada pour répondre à la demande de valeurs américaines de nos portefeuillistes, en particulier pour les sortes d'actions qu'on ne trouve pas ici. Ces maisons prenaient en 1961 environ le quart du volume d'affaires à commission de l'ensemble des membres ayant fait rapport à la Bourse de Montréal et à la Bourse canadienne. Ceci et d'autres faits indiquent que, pour atteindre à une plus grande diffusion de la propriété des actions par les Canadiens, il faut en plus prendre des mesures pour inciter les entreprises étrangères établies au Canada à offrir leurs actions au public canadien. Il n'entre pas dans nos attributions de proposer spécifiquement quelque mesure fiscale pouvant favoriser une telle évolution de manière appropriée; mais nous applaudissons aux efforts des bourses pour encourager ces entreprises étrangères à mettre une partie de leurs actions en circulation dans le public. Aussi espérons-nous vivement que ces entreprises adopteront une telle ligne de conduite dans tous les cas où leur taille et leur profitabilité leur permettent de le faire⁶.

Les bourses pourraient elles-mêmes faciliter par divers moyens une plus large dissémination des titres inscrits à la cote. Elles pourraient,

pour commencer, rationaliser par quelques modifications leur échelle actuelle de commissions, qui est en quelque sorte le fruit du hasard. La Bourse de Toronto nous a montré comment son tarif unitaire est sensiblement plus bas qu'à New York pour les transactions sur actions de moins de \$5 chacune (où le volume des transactions dépasse celui de New York), un peu plus élevé pour les actions de \$5 à \$30, un peu plus bas pour celles de \$30 à \$80 et considérablement plus élevé pour les actions de plus de \$150⁷. La bourse de Toronto a récemment permis de réduire le barème à une fois et demie plutôt que deux fois la commission sur une transaction d'achat et vente de plus de \$100,000, et à une fois la commission sur les transactions de plus de \$250,000. Ces concessions s'inspirent du désir de réduire le nombre des grosses transactions effectuées hors du parquet de la bourse.

Nous n'entendons pas formuler ici de recommandations spécifiques, et nous ne croyons pas avoir qualité pour le faire; mais nous pensons qu'on trouverait avantage à simplifier le barème, à maintenir les commissions à un bas niveau et à permettre de réduire davantage les frais de courtage des grosses transactions. On pourrait obtenir ces résultats en fixant le tarif à un faible pourcentage de la valeur de la transaction et en prévoyant un rabais pour les transactions dépassant une certaine valeur. Ce système favoriserait aussi les divisions d'actions en vue d'encourager leur plus large dissémination. A l'heure actuelle, quand une entreprise procède à une division de ses actions, les frais de commission par dollar de valeur augmentent presque invariablement pour l'acheteur et le vendeur, comme l'indique le tableau 17-1. Un remaniement approprié du barème éliminerait cette majoration illogique des frais, qui dissuade de faire des divisions en vue d'attirer les acheteurs qui ne disposent que de petites sommes.

On nous a dit que les épargnants détiendraient également plus d'obligations si les bourses admettaient ces titres à la cote. Certaines obligations sont inscrites à la Bourse de New York, mais

⁵ Ces différences de rendements sont influencées par les rabattelements d'impôts à l'égard des dividendes, qui sont plus généreux au Canada.

⁶ Nous avons touché ce sujet au chapitre 5.

⁷ Mémoire, paragraphe 55 et annexe 35.

TABLEAU 17-1

COMMISSION DU COURTIER AVANT ET APRÈS UNE DIVISION D' ACTIONS

Prix de l'action avant la division	Commis- sion avant la division	Commis- sion avant la division	Division à 2 pour 1		Division à 4 pour 1		Division à 8 pour 1	
			Commis- sion	Commis- sion	Commis- sion	Commis- sion	Commis- sion	Commis- sion
dollars	dollars	p.c.	dollars	p.c.	dollars	p.c.	dollars	p.c.
110.00-119.99.....	60.00	0.55	80.00	0.73	140.00	1.27	200.00	1.82
100.00-104.99.....	55.00	0.55	80.00	0.80	140.00	1.40	200.00	2.00
75.00- 75.99.....	45.00	0.60	70.00	0.93	120.00	1.60	160.00	2.13
50.00- 52.49.....	40.00	0.80	70.00	1.40	100.00	2.00	120.00	2.40
35.00- 35.99.....	35.00	1.00	60.00	1.71	80.00	2.29	80.00	2.29
25.00- 26.99.....	35.00	1.40	50.00	2.00	60.00	2.40	56.00	2.24
20.00- 20.99.....	30.00	1.50	50.00	2.50	60.00	3.00	36.00	1.80

NOTA: La commission antérieure à la division est calculée sur la base de 100 actions. La commission postérieure à la division est basée sur une vente d'actions ayant la même valeur totale que les 100 actions avant la division. Le pourcentage est calculé sur la base du plus bas prix par action dans chaque catégorie.

SOURCE: David F. Wright: *Stock Splits from the Company Viewpoint*. Document non publié, préparé pour la School of Business, Université de Toronto.

le volume des opérations y est négligeable par rapport à celui qui s'effectue sur les marchés en coulisse. De fait, les négociations sur obligations ne conviennent guère à un marché où il faut que les commandes des clients se correspondent exactement; par surcroît, le barème des commissions serait fatalement plus élevé et l'organisation actuellement très efficace du négoce des obligations pourrait bien en être bouleversée.

Par contre, les bourses devraient relever leurs normes d'admission des actions à la cote. Tout ce qu'elles demandent en ce qui concerne le degré de diffusion des actions, c'est «une distribution publique convenable» et encore là, elles ont interprété cette disposition assez libéralement. Par contraste, la Bourse de New York estime que, pour assurer que les offres et les demandes seront continues, abondantes et à des prix rapprochés, une entreprise qui sollicite son admission à la cote doit avoir au moins 500,000 actions en circulation—sans compter celles possédées par de gros actionnaires individuels ou des familles—réparties entre au moins 1,500 actionnaires; dans ce calcul, on accorde assez peu de poids aux détenteurs de moins de cent actions. On s'attend de plus à voir un volume de transactions portant sur au moins 100,000 actions par année. Ces normes seraient trop élevées même pour nos principales bourses

—quelques-unes seulement des valeurs industrielles cotées à Toronto ont dépassé ce volume de transactions en 1962—mais il y a place pour un ressèment désirable des normes de diffusion. A l'heure actuelle, on exige tellement peu qu'on a pu voir admettre à la cote des entreprises dont 8 p. 100 seulement des actionnaires contrôlaient plus de 93 p. 100 des actions ordinaires en circulation, et conserver à la cote certaines valeurs négociées en volumes de moins de 500 actions par année. Il en résulte de grands écarts entre les cotes à l'offre et à la demande, qui réduisent la liquidité des actions et exposent le marché à des manipulations faciles. Bien que les bourses soient conscientes de ce problème et aient haussé quelque peu leurs exigences, il serait utile qu'elles les ressèrent davantage pour assurer l'existence d'un véritable marché aux enchères, même si cela demande de radier quelques actions de la cote. Les écarts caractéristiques entre les cours à la demande et à l'offre des bonnes valeurs industrielles les plus négociées se rétrécissent jusqu'à un huitième de dollar (pour une raison ou pour une autre, les bourses n'ont pas adopté le système décimal plus commode)⁸. Acheteurs et vendeurs peuvent ainsi conclure des marchés à mi-chemin

⁸ Les titres à très bas prix sont cotés au demi-cent près et les titres de moins de \$5 au 5c. près.

avec un minimum de concessions, ce qui n'est pas possible dans le cas des valeurs moins disséminées pour lesquelles l'écart entre l'offre de l'acheteur et la demande du vendeur peut aller jusqu'à plusieurs dollars et représenter un pourcentage appréciable des sommes en jeu.

D'autres aspects de la question des normes d'inscription susceptibles d'amélioration sont: l'importance et les profits des entreprises inscrites, les normes de divulgation de leur situation, et la politique des bourses en matière de radiation de la cote. A New York, par exemple, les entreprises inscrites doivent montrer des profits nets annuels d'un million de dollars, réalisés dans une situation de concurrence, ainsi qu'un actif tangible net d'au moins 10 millions de dollars. Toronto n'a pas de critères arrêtés pour admettre les entreprises industrielles à la cote; mais elle tient compte de l'histoire des profits, «l'évidence de profits réguliers indiquant que la valeur est sortie du domaine de la pure spéculation»⁹. Cependant, l'absence de profits réguliers ne fait pas nécessairement obstacle à l'inscription à la cote si l'entreprise peut montrer une valeur nette tangible d'un million, un fonds de roulement de \$250,000 et «des prévisions de profits satisfaisantes selon le Comité des inscriptions»¹⁰. Les normes actuelles d'inscription des entreprises d'exploration minière sont naturellement un peu différentes. Elles seront admises à la cote à condition d'avoir exécuté des travaux d'exploration suffisants pour présenter un rapport d'ingénieur compétent, et d'avoir en main de l'argent liquide ou «un plan pour recueillir assez de fonds pour donner suite aux recommandations de ce rapport»¹¹. Les entreprises de pétrole et de gaz naturel peuvent être inscrites si leur mode de financement est satisfaisant et si leurs opérations produisent des fonds suffisants pour assurer leur survivance, c'est-à-dire de \$25,000 à \$50,000 par année¹². Ces normes, établies au cours des années, restent assez relâchées pour permettre l'inscription de beaucoup de valeurs spéculatives, et pour donner l'impres-

sion à certaines gens que toutes les actions ordinaires en bourse sont de nature spéculative. Cette situation éloigne plusieurs personnes des placements en actions ce qu'on pourrait corriger si on rehaussait sérieusement les critères d'inscription sur les principales bourses et si on reléguait les autres valeurs à une bourse secondaire ou à la coulisse.

Alors que la bourse de New York a établi des normes rigoureuses touchant les rapports annuels des entreprises, la présentation de rapports périodiques, la sollicitation des procurations et la divulgation de toutes les transactions des «personnes en place» (dirigeants et actionnaires en possession du contrôle), il n'existe aucune règle de ce genre au Canada. Les bourses canadiennes demandent instamment aux entreprises de respecter certaines normes minima de divulgation que nous décrivons tantôt; mais elles hésitent assez à radier les compagnies qui sont inactives ou qui cessent d'une manière ou d'une autre de répondre aux normes initiales d'inscription. A ce qu'on nous dit, les radiations sont très rares, sauf en cas de retrait volontaire ou de fraude patente; on en compte à peine une demi-douzaine ces dernières années. La Bourse de Toronto, qui est depuis longtemps consciente de ce problème, a récemment adopté une attitude plus stricte en matière de radiations. Mais il existe une concurrence inopportune entre les Bourses de Toronto et de Montréal pour attirer les entreprises à leur cote, concurrence qui dépasse parfois les bornes normales d'une saine rivalité; et cela rendra peut-être difficile de poursuivre cette saine politique avec assez d'énergie. On allègue également que la radiation des valeurs qui ne satisfont pas aux critères de la bourse créerait de nouveaux torts aux épargnants concernés; mais nous pensons qu'à tout prendre une attitude relâchée au sujet des radiations ne peut que nuire à la fois aux intérêts des actionnaires concernés et à ceux du grand public. Une dernière explication de l'attitude des bourses vient du fait que la législation canadienne sur les valeurs mobilières et sur les compagnies, dissemblable en cela des lois américaines, n'impose pas aux entreprises d'obligations juridiques qui auraient pu aider les bourses

⁹ Mémoire, alinéa 216.

¹⁰ *Ibid.*

¹¹ *Ibid.*, alinéa 217.

¹² *Ibid.*, alinéa 218.

dans les efforts qu'elles ont pu déployer pour maintenir leurs normes d'admission. Ainsi, il y a quelques années, la Bourse de Toronto communiqua avec près de 400 entreprises inscrites à la cote pour les exhorter à publier des rapports intérimaires; à peine un peu plus de 50 acceptèrent, et la majorité ne prit même pas la peine de répondre. Même si, pour des raisons pratiques, les normes d'inscription ne peuvent pas être aussi strictes au Canada qu'à New York, on peut les améliorer; et nous avons des recommandations à proposer plus loin dans ce chapitre à ce sujet comme à celui des normes de divulgation.

Les bourses ont la lourde responsabilité de veiller à ce que les courtiers qui utilisent leur organisation maintiennent des normes raisonnables de compétence, de pratiques courantes et d'éthique professionnelle. On a réalisé des progrès appréciables dans plusieurs domaines, mais on est encore loin d'exiger des vendeurs les mêmes aptitudes qu'à New York. De plus, il est extrêmement facile de remplir les conditions requises pour devenir membre d'une bourse. A Toronto, par exemple, il suffit que le candidat soit sujet britannique, qu'il ait 21 ans, qu'il possède une expérience de trois mois dans le métier et qu'il possède le capital minimum requis mentionné tantôt. De plus, il lui faut acheter un siège libre, se faire accepter par les gouverneurs de la bourse et faire approuver son admission par 80 p. 100 des membres votants (à Montréal la proportion est maintenant de 66 $\frac{2}{3}$). Bien que les membres procèdent avec grande prudence pour admettre les candidats, nous croyons qu'on devrait hausser sensiblement ces exigences de base. Par ailleurs, les candidats rejetés devraient avoir un droit d'appel à la commission des valeurs mobilières compétente, afin d'écartier le danger de décisions mal fondées ou injustes de la part des bourses. Les milieux boursiers conserveraient ainsi leur droit de juger les candidats, qu'ils sont le mieux placés pour bien connaître; mais on serait également protégé contre les abus inhérents à un régime d'autonomie sans contrôle.

Les principales bourses devront probablement aussi augmenter le nombre de leurs membres à

mesure que leurs services seront en plus grande demande; c'est un fait dont elles tiennent compte sans doute dans leurs projets de déménager dans de nouveaux locaux. Il va de soi que les bourses nationales de New York et de Londres comptent beaucoup plus de membres que celles de Toronto et de Montréal; Londres en a environ 3,500, plus environ 500 maisons membres et New York a 1,366 membres et 681 maisons membres, à comparer à la centaine de membres de Toronto et de Montréal. On pourrait étudier s'il y aurait avantage à modifier la formule actuelle qui veut que tout nouveau membre achète un siège existant, si on peut en changer sans léser les intérêts des membres actuels qui ont engagé de fortes sommes dans cette sorte d'actif¹³. Les règlements des bourses de Toronto et de Montréal prévoient aussi que lorsqu'un membre fait faillite, son siège peut être confisqué et vendu par la bourse au profit de ses créanciers, y compris les autres membres, la bourse, et le public, le solde étant remis à la faillite. Les bourses s'enorgueillissent de ce que, grâce en partie à ce régime, le public n'a jamais souffert de la faillite d'une société-membre. On pourrait cependant retenir cet avantage en exigeant des nouveaux membres qu'ils paient un droit d'admission fixe. Les membres démissionnaires auraient droit à un remboursement, et les bourses pourraient constituer une caisse supplémentaire à même leurs recettes pour faire face à des retraits dépassant le nombre des admissions. En ne limitant plus le nombre des membres et en resserrant les normes d'admission, on augmenterait la confiance du public dans les bourses, on accroîtrait la solidité financière et l'expérience des sociétés-membres et on permettrait aux forces de la concurrence de jouer plus librement.

On pourrait adopter d'autres mesures pour accroître la confiance du public dans les bourses. Premièrement, les bourses devraient continuer à développer leurs cadres permanents et à leur donner plus de responsabilités. Cette évolution, déjà en bonne voie, n'a pas encore été poussée aussi loin qu'à New York, surtout dans les domai-

¹³ A la Bourse de Toronto, des sièges se sont vendus jusqu'à \$130,000 et \$140,000 en 1955 et 1959.

nes des inscriptions et des radiations d'actions, de la surveillance des opérations du parquet et de la répression des manquements des membres. Les conseils de gouverneurs doivent conserver l'autorité finale; cependant, on peut confier de plus vastes pouvoirs aux cadres permanents qui connaissent le métier à fond tout en retenant plusieurs des avantages de l'auto-discipline. En même temps, on peut en éliminer ou en atténuer plusieurs inconvénients, en particulier la tendance à se montrer trop indulgent dans certains cas et indûment sévère dans d'autres.

Deuxièmement, les conseils de gouverneurs des bourses, actuellement formés par élection parmi les membres, pourraient recevoir quelques gouverneurs choisis dans le public en dehors des milieux boursiers. Cette initiative a donné de bons résultats à la Bourse de New York, où l'on a recruté d'excellents gouverneurs publics auxquels on a confié des responsabilités réelles. Les deux principales bourses se sont engagées dans cette voie en se nommant des présidents à plein temps venus d'autres sphères d'activités; mais il y a encore lieu de tirer profit de l'expérience de personnes d'autres milieux, capables d'envisager les fonctions et les problèmes des bourses avec un œil neuf.

Les bourses devraient aussi redoubler les efforts louables qu'elles ont déployés pour prévenir les abus et les manipulations des marchés. Les règlements des deux principales bourses prescrivent que les commandes des clients doivent avoir priorité sur ceux des sociétés-membres et des négociateurs professionnels; ce n'est évidemment pas une règle facile à faire respecter¹⁴. Le droit du client à cette priorité est incontestable, et les négociateurs professionnels, si utile que puisse être leur spéculation et leur propension à prendre des risques pour favoriser la continuité des cours et freiner les fluctuations du marché, peuvent aussi aggraver les oscillations des prix en certaines circonstances. On connaît bien peu de choses sur les effets de leurs activités au Canada; mais certaines études conduites à

New York indiquent que l'immense majorité des opérations des spécialistes auxquels on a confié des responsabilités spécifiques ont une influence stabilisatrice. Cependant, cela ne semble pas vrai de l'activité des négociateurs sur le parquet «floor traders»¹⁵. Le relevé exécuté à Montréal en 1962 a révélé que les membres exécutent près de 30 p. 100 des transactions pour leur propre compte; une enquête antérieure, menée à Toronto, avait donné une proportion plus modeste, de 10 à 12 p. 100. L'étude récente de la S.E.C. recommande de prohiber aux membres sur le parquet de faire de la négociation professionnelle; pour notre part, nous n'avons pas conduit l'étude détaillée des pratiques de négociation au Canada qui nous permettrait de faire ici des recommandations. Vu l'importance des opérations des membres dans le volume total des négociations, nous pensons cependant que les bourses, et les commissions de valeurs mobilières tout autant, devraient surveiller de près ces activités et intervenir de façon énergique si des abus étaient mis à jour.

La Bourse de Toronto a fait deux fois l'essai de spécialistes sur le parquet. L'expérience s'est limitée à trois spécialistes et à une trentaine de titres et a duré trois mois environ. Lors de la première tentative, on a accordé aux spécialistes les mêmes pouvoirs qu'à ceux de la Bourse de New-York et de la Bourse américaine, c'est-à-dire qu'ils ont pu opérer pour leur propre compte, conserver un «livre» où ils consignaient toutes les «commandes limitées» (commande d'acheter ou vendre à un prix déterminé que les autres courtiers leur confiaient) et remplir les commandes de «lots incomplets» («odd lots»)¹⁶. Les résultats de cette expérience indiquèrent que le marché n'avait pas gagné grand chose à ces opérations et que beaucoup de membres étaient irrités de l'avantage appréciable qu'en retirait le spécialiste pour négocier dans

¹⁵ S.E.C. *Special Studies of Securities Markets*, Washington 1963. Cette étude a été préparée par le personnel de la S.E.C., ce qui n'implique pas nécessairement l'endossement de la S.E.C. elle-même.

¹⁶ Les lots incomplets sont des lots de moins de 100 actions dans le cas de la plupart des valeurs industrielles qui se vendent à moins de \$25 l'unité, de moins de 25 actions si leur prix unitaire est entre \$25 et \$100, et de moins de 10 actions pour celles qui sont cotées à \$100 et plus.

¹⁴ C'est particulièrement vrai des ventes à découvert non rapportées effectuées par les négociateurs sur le parquet qui constituent un problème sur certaines bourses, paraît-il.

les valeurs pour lesquelles il tenait le livre. Pour la deuxième expérience, on fit appel à des employés de la bourse. Ils n'accomplirent que deux fonctions: maintenir le livre des commandes limitées et exécuter les transactions pour des lots incomplets. Ce régime fut reçu avec un peu plus de faveur, mais les membres se faisaient tirer l'oreille pour fournir les fonds dont ces spécialistes avaient besoin pour faire leurs opérations et prendre les risques qu'elles comportaient. Ce dernier régime pourrait s'avérer plus efficace que la situation présente, car il faudrait moins de négociateurs sur le parquet pour exécuter les commandes limitées, surtout lorsque les cours évoluent rapidement. Il pourrait aussi améliorer le marché pour les lots incomplets et réduire le coût de ces transactions, même si quelques négociateurs sur le parquet se spécialisent maintenant dans ce domaine. Quoi qu'il en soit, on devrait réglementer les prix auxquels les lots incomplets peuvent se vendre, comme on le fait à la Bourse de New York. Cela protégerait le petit épargnant et l'encouragerait à acheter des valeurs de meilleure qualité.

La pratique singulière de quelques bourses canadiennes de permettre qu'on se serve de leur organisation pour faire des distributions primaires d'actions ouvre la voie à des abus beaucoup plus graves. Tant que dure ce genre de distribution, qui porte normalement sur des actions du trésor d'une entreprise mais qui peut aussi comprendre la distribution d'un bloc d'actions possédé par des gens qui contrôlent l'entreprise il n'existe plus de véritable marché aux enchères. Le prix coté n'est plus établi par le jeu des jugements indépendants de nombreux actionnaires individuels mais en fonction du prix de vente du souscripteur ou de ses agents. De plus, ces mêmes gens peuvent aussi faire simultanément des offres d'achat à des prix irréalistes dans l'espoir d'intéresser les acheteurs à leurs offres de vente en créant l'apparence d'un marché à la hausse et actif, qui semble destiné à monter davantage et offrir des chances de profit. Pour justifier ce genre de distribution sur les bourses, on allègue qu'il s'établirait autrement un marché primaire en coulisse parallèlement au

marché secondaire authentique de la bourse, ce qui donnerait deux marchés assez étroits et plus faciles à manipuler. On prétend, en outre, qu'il est plus facile d'enrayer les pratiques frauduleuses sur les bourses que dans la coulisse. Pour ces motifs, les bourses exigent l'inscription à la cote de la totalité du capital autorisé pour les valeurs minières, pétrolières et autres valeurs spéculatives, que ce capital soit émis ou non, de façon qu'on ne puisse émettre d'actions supplémentaires que sous la surveillance de la bourse. Cette règle ne s'applique pas aux valeurs réputées, pour lesquelles les bourses n'inscrivent que les actions émises.

Ce sont normalement des courtiers-négociants qui mènent ces opérations de souscription spéculatives, qu'elles soient ou non conduites sur une bourse. Les souscriptions pour l'exploration et la mise en valeur préliminaire des gisements miniers, pétrolifères et gazifères peuvent prendre des formes diverses, mais elles revêtent généralement celle d'une option¹⁷. En partie à cause du coût élevé de la sollicitation directe par courrier ou par téléphone, comparativement à la petitesse des fonds nouveaux obtenus, environ 40 p. 100 seulement des capitaux levés sont versés aux trésoreries des entreprises, la différence étant absorbée par les frais et les bénéfices des négociants. Vu que le cours de ces actions a d'habitude dépassé de beaucoup leur prix d'émission lorsque le public s'y intéresse le plus, il peut y avoir encore plus de différence entre le prix moyen payé par le public et la somme effectivement reçue dans les coffres de l'entreprise. Pour confirmer nos doutes quant à la valeur de cette forme de financement, une étude préparée à notre intention conclut que, sur un total de 340 millions de dollars obtenus de cette façon entre 1953 et 1960 pour les trésoreries de jeunes entreprises minières (c.-à-d. déduction faite des frais de souscription), pas plus de 150 à 160 millions ont réellement été affectés à des travaux d'exploration par ces entreprises¹⁸. Si ce 340 millions représentait 40 p. 100 des sommes versées par le public, il a fallu plus de 750 millions pour financer 150 millions de travaux d'explora-

¹⁷ Mémoire de la Broker-Dealers' Association of Canada.

¹⁸ Voir *Finance in the Mining Industry*, une étude de notre personnel.

tion—un pari très inégal vu que ces entreprises ont au départ d'assez faibles chances d'entrer en production, et à plus forte raison de produire plus qu'elles n'ont reçu¹⁹.

Ce sont des entreprises minières en exploitation qui accomplissent maintenant la plupart des travaux d'exploration, défrayant chaque année quelque 86 p. 100 des dépenses faites à cette fin. Et pour mettre en valeur une richesse naturelle, il faut maintenant de vastes capitaux. Aussi l'utilité des distributions primaires sur les bourses est bien discutable pour le financement des entreprises de ressources naturelles. Ceci est d'autant plus vrai que les prospecteurs qui restent indépendants ont un choix suffisant de sources possibles de financement pour leur permettre de négocier. Même si certaines mines, en particulier les mines d'uranium, ont été récemment financées sur les marchés boursiers, il ne faut pas comparer ces appels de fonds pour financer de grosses entreprises minières, qui possédaient des réserves de minerai prouvées, des appuis importants et des contrats à long terme, avec des souscriptions de \$25,000 ou \$50,000 pour des entreprises purement spéculatives qui ne savent même pas si elles pourront trouver les capitaux pour entrer en production si elles font une découverte. De plus, une caractéristique inquiétante de ces souscriptions est que le courtier-négociant contrôle bien souvent l'émetteur, parce qu'il possède ou contrôle une large tranche des actions de ce dernier. On voit sans peine les possibilités de conflits d'intérêt, de manipulations du marché ou de pillages de trésoreries (vendre à l'entreprise des concessions minières ou d'autres biens à des prix soufflés; se faire payer, ou faire payer à des associés, de gros salaires, de gros honoraires de consultants; etc.), qui sont très réelles dans ce contexte.

Même si les bourses de valeurs sont bien averties de ces dangers, et si elles ont pris diverses mesures louables et utiles pour tenter de protéger le public contre les abus, nous croyons

¹⁹ *Ibid.* Entre 1907 et 1953, on enregistra en Ontario plus de 400,000 concessions minières, et on constitua 6,679 compagnies de mines de métaux. Seulement 348 de ces mines entrèrent en production, parfois après des promotions répétées en bourse, et seulement 54 payèrent un dividende quelconque.

qu'elles ne devraient pas se prêter aux distributions primaires. Par leur pratique actuelle, elles incitent bien des gens à se méfier de toutes les actions ordinaires et détournent les portefeuillistes canadiens de participer à la propriété des entreprises établies ou réellement prometteuses. Sans doute, si l'on exigeait des jeunes entreprises d'exploration qu'elles publient un prospectus, qu'elles déposent un bilan vérifié et qu'elles se conforment aux mêmes règlements que les autres émetteurs, cela pourrait augmenter leurs frais et leur imposer de plus longs délais; mais il importe davantage de protéger le public et d'encourager les placements en actions légitimes. Ces nouvelles émissions seraient aussi examinées de plus près; et si cela empêchait certains appels de fonds qui ne visent pas sérieusement à mettre en valeur des richesses naturelles, l'économie n'y perdrait pas grand-chose. Il est clair que cela demanderait aux commissions de valeurs mobilières de recruter plus de personnel entraîné.

En attendant, la Bourse de Toronto devrait intensifier ses efforts pour réglementer l'activité des distributeurs primaires afin qu'ils fassent le moins de tort possible à la réputation de l'ensemble des milieux du placement. A l'heure actuelle, les jeunes entreprises d'exploration, en plus de fournir un rapport annuel à leurs actionnaires et à la bourse et de se conformer aux autres règles en matière de dividendes et d'émissions de droits, doivent aussi informer la bourse de tout changement important dans leurs affaires. Par définition, cela comprend les changements touchant la direction, les administrateurs et le contrôle, l'acquisition ou la vente de nouvelles propriétés ou d'actions d'autres entreprises, les nouveaux contrats de gestion, etc. Elles doivent aussi donner avis de toute nouvelle option ou souscription et, si une distribution primaire est envisagée, elles doivent satisfaire à certaines conditions et divulguer tous les faits pertinents dans un rapport à déposer²⁰. Parmi les plus importantes de ces conditions, il faut noter le chiffre minimum de la souscription (habituellement \$30,000), l'interdiction de donner des options

²⁰ Mémoire de la Bourse de Toronto, alinéas 179 à 188.

sans obtenir une souscription ferme, la limitation du montant, du prix et de la durée des options, et l'accélération des options lorsque le prix des actions monte abruptement. Il faut aussi divulguer complètement les intérêts détenus par des sous-souscripteurs ou les engagements pris par le sous-souscripteur envers eux. Ces règles ont pour objet de réduire au minimum la possibilité de manipulations et d'assurer le versement de sommes raisonnables aux trésoreries.

Un comité se réunit chaque semaine pour examiner les rapports déposés; le souscripteur ne peut pas procéder si ses propositions ne sont pas acceptables ou s'il n'a pas révélé tous les faits pertinents relatifs aux propriétés de la compagnie, aux frais encourus et projetés de mise en valeur, aux compensations accordées à des vendeurs, au contrôle des actions, etc. Pour tenter d'enrayer le pillage des trésoreries, on limite aussi maintenant les transactions entre parties qui ne sont pas indépendantes l'une de l'autre. La Bourse nous a dit que ce régime donne d'assez bons résultats, mais qu'il absorbe quelque 90 p. 100 du temps consacré aux activités de police interne et qu'on se plaint qu'il est «trop sévère». Cependant, un domaine qui semble négligé concerne les événements qui suivent une souscription, où il faudrait surveiller la manière dont les fonds sont utilisés. Ces efforts de la Bourse méritent d'être soulignés; mais une grave lacune de ce régime tient au fait qu'il n'oblige pas à fournir de copie du rapport déposé aux acheteurs d'actions en distribution primaire, bien que la Bourse tienne ces rapports à la disposition de ses membres et des journaux. L'acheteur n'a donc pas une protection et une information comparables à celles que donne le prospectus d'une nouvelle émission industrielle, ni le droit d'annuler sa transaction dans un certain délai si le prospectus lui révèle des choses insatisfaisantes²¹. Tout ceci considéré, et vu que des promoteurs sans scrupules tirent parti des inscriptions à la cote, nous croyons que toutes les nouvelles émissions devraient être vendues hors des Bourses et sous la surveillance directe

²¹ Ce droit existe durant les sept jours qui suivent la remise du prospectus. Voir notamment l'article 49 du Securities Act of Ontario pour plus de détails.

des commissions de valeurs mobilières qui, de toute façon, doivent en endosser la responsabilité en dernier ressort.

On a prétendu que l'absence d'une Bourse nationale unique, comme celles de Londres et de New York, rend plus difficile au milieu boursier de se policer lui-même au Canada. C'est bien possible; mais ce problème serait en grande partie résolu si les deux principales Bourses collaboraient davantage à l'avenir au relèvement des normes d'inscription et autres. Comme l'indique le tableau qui suit, c'est la Bourse de Toronto qui se rapproche le plus d'une Bourse nationale, avec plus de 70 p. 100 du volume total des transactions boursières, comparativement à 84 p. 100 pour la Bourse de New York aux États-Unis. Bien qu'il se fasse un peu de transactions à Winnipeg, à Calgary et à Vancouver, le gros des affaires reste concentré à Montréal et à Toronto; ce dernier centre a tendance à grandir proportionnellement plus vite à mesure que l'activité économique canadienne s'étend vers l'ouest et que les États-Unis se substituent aux pays d'outre-mer comme source principale de capitaux extérieurs. Le fait qu'entre 60 et 75 p. 100 des titres inscrits dans les autres Bourses sont aussi cotés à la Bourse des valeurs de Toronto est un autre exemple de la prépondérance de Toronto²². Les inscriptions exclusives aux Bourses de l'Ouest concernent généralement des entreprises locales, minières, pétrolières ou industrielles, qui obtiennent le patronage de leur région mais ne sont pas très connues dans le reste du pays.

Une bourse nationale unique concentrerait toutes les négociations, donnerait plus d'envergure et de souplesse aux marchés et pourrait réduire le coût unitaire des transactions; mais elle ne refléterait pas les importantes différences entre les régions du pays, et elle ne répondrait pas comme les bourses locales au besoin de constituer un marché pour les actions des sociétés

²² Montréal, 62 p. 100; Winnipeg, 67 p. 100; Calgary, 63 p. 100; Vancouver, 73 p. 100. Toronto a encore renforcé sa position en organisant un marché spécial où les habitants des États-Unis peuvent transiger entre eux et esquiver «l'impôt de péréquation de l'intérêt» proposé en 1963 par le gouvernement des États-Unis; le volume d'affaires de ce marché est cependant resté faible durant ses premiers mois d'opérations.

TABLEAU 17-2
VALEUR DES ACTIONS NÉGOCIÉES DANS LES BOURSES CANADIENNES, 1952-1961
(millions de dollars)

	Toronto	Montréal*	Vancouver	Winnipeg	Calgary	Total
1952.....	1,109.7	593.6	40.2	1.1	52.1	1,796.7
1953.....	1,143.2	509.7	25.4	1.7	17.6	1,697.6
1954.....	1,349.7	766.0	32.1	3.0	16.5	2,167.3
1955.....	2,699.0	1,161.7	56.1	2.7	14.9	3,934.4
1956.....	2,510.8	1,164.2	59.9	1.1	24.2	3,760.2
1957.....	1,864.8	846.6	48.1	1.0	18.8	2,779.3
1958.....	1,505.9	544.1	43.1	1.0	9.6	2,103.7
1959.....	1,860.4	663.1	58.8	1.7	6.3	2,590.3
1960.....	1,223.3	481.3	35.3	1.6	2.8	1,744.3
1961.....	2,526.3	948.5	101.8	3.7	2.3	3,582.6

VALEUR DES ACTIONS NÉGOCIÉES, EXPRIMÉE EN POURCENTAGE DU TOTAL

	Toronto	Montréal	Vancouver	Winnipeg	Calgary	Total
1952.....	61.8	33.0	2.2	0.06	2.9	100.0
1953.....	67.3	30.0	1.5	0.10	1.1	100.0
1954.....	62.2	35.3	1.6	0.14	0.76	100.0
1955.....	68.6	29.5	1.4	0.07	0.38	100.0
1956.....	66.6	30.9	1.7	0.03	0.64	100.0
1957.....	67.0	30.5	1.7	0.04	0.67	100.0
1958.....	71.5	25.8	2.1	0.05	0.46	100.0
1959.....	71.8	25.6	2.3	0.07	0.24	100.0
1960.....	70.1	27.6	2.0	0.09	0.16	100.0
1961.....	70.5	26.5	2.8	0.10	0.06	100.0

NOTA: *Les chiffres de 1952-1957 pour les bourses de Montréal sont exagérés, mais nous ne savons pas dans quelle mesure.

SOURCES: Mémoires des bourses de Toronto et Vancouver. Pour les autres bourses, les données ont été fournies sur demande.

plus modestes et moins connues à l'échelle nationale. Certaines de ces bourses sont aussi commodées pour transiger sur les actions des entreprises nationales après l'heure de fermeture des principaux marchés de l'Est. Il pourrait s'avérer utile que la Bourse de Toronto fasse davantage pour inviter les membres associés des autres centres à se joindre à elle et à accepter ses normes, en retour d'une part raisonnable des commissions sur les affaires qu'ils apportent. Cependant, nous ne sommes pas en faveur de mesures comme l'élimination de l'arbitrage entre les bourses, règle que Toronto a songé à introduire. Il se produit un arbitrage quand les prix diffèrent temporairement entre deux marchés et qu'un membre, agis-

sant pour son propre compte, achète sur un marché et vend sur l'autre. Il y trouve évidemment son profit mais, ce qui est plus important, ses opérations rétablissent l'uniformité des prix entre les deux marchés. Le même résultat est aussi obtenu si le courtier remplit la commande d'un client sur le marché qui offre le meilleur prix, qui sera d'habitude le marché le plus actif pour ce titre. Il est naturellement tenu de le faire quand c'est possible, mais il ne lui est pas toujours possible en pratique de savoir quel marché offre le prix le plus favorable; c'est pourquoi l'arbitrage joue un rôle utile pour l'intérêt général des investisseurs, même s'il empêche un acheteur donné, et le courtier de ce dernier, d'obtenir le

meilleur prix possible dans la transaction où il intervient. Même si la Bourse de New-York a interdit l'arbitrage entre elle et les autres marchés américains, nous croyons que ce genre d'opération peut jouer un rôle utile dans le contexte canadien, surtout si l'on s'assure que les courtiers exécutent les commandes sur le marché le plus avantageux, quand c'est possible. Ce n'est d'ailleurs pas l'arbitrage qui peut réellement empêcher l'établissement d'un ou de plusieurs marchés nationaux pour transiger sur certains titres, lorsque la chose est désirable ou s'impose naturellement.

Ces dernières années, les principales bourses ont sensiblement resserré leurs règles de négociation et relevé les normes d'éthique professionnelle requises de leurs membres; elles se sont aussi montrées de plus en plus conscientes de leurs responsabilités tant envers le public acheteur qu'envers l'ensemble de la société. Elles ont modernisé et perfectionné leurs installations matérielles et elles envisagent d'autres progrès, bien qu'on soit encore loin du jour où toutes les opérations passeront par des calculatrices au lieu de se négocier entre des personnes sur le parquet de la bourse. S'efforçant toujours de réduire les frais et l'incommodité des transactions, les bourses étudient avec les compagnies de fiducie la possibilité d'établir un dépôt central de certificats d'actions pour abaisser les frais de transfert, de livraison et de garde. Les compagnies de fiducie ont hésité jusqu'ici à faire les concessions de prix nécessaires, et il reste bien d'autres problèmes à résoudre; mais ce service pourra finalement se révéler utile pour le public acheteur.

LOIS ET RÈGLEMENTS SUR LES VALEURS MOBILIÈRES

Nous avons mentionné plusieurs domaines où les bourses pourraient relever davantage leurs normes et aider le public à faire des placements judicieux dans la propriété des entreprises; mais, comme il s'agit ici d'un domaine où les tripoteurs peuvent avoir beau jeu, les commissions de valeurs mobilières et les lois ont un rôle à jouer. Si l'on souhaite voir les actions d'entreprises cana-

diennes plus largement disséminées, et si l'on veut inciter un plus grand nombre de gens à placer en actions ordinaires afin que les entreprises canadiennes obtiennent leur capital-actions à un coût modéré, il faut commencer par satisfaire à plusieurs conditions. Le public doit obtenir sans trop de frais les moyens et les connaissances nécessaires pour faire ce genre de placements; les entreprises doivent avoir foi en la valeur d'une bonne dissémination de leurs actions, reconnaître l'importance de chaque actionnaire éventuel comme source de capital d'expansion et être prêtes à leur fournir les renseignements qui leur permettront de décider judicieusement de leurs placements. De son côté, le monde du courtage et de la finance doit pouvoir servir les portefeuillistes avec compétence et se mériter leur pleine confiance. Les lois et règlements sur les valeurs mobilières ont pour but d'aider et d'encourager les milieux du placement à acquérir et à conserver une réputation méritée de compétence et d'intégrité, d'empêcher les milieux financiers ou les gens en place au sein des entreprises de tromper les épargnants, et de veiller à ce qu'on fournisse à ces derniers des renseignements suffisants pour faire fructifier judicieusement leurs épargnes. Les commissions provinciales de valeurs mobilières, comme les milieux du placement eux-mêmes, ont fait beaucoup pour améliorer les pratiques du secteur et les normes de divulgation des prospectus. Nous avons cependant trouvé des domaines où il est encore possible d'apporter des améliorations appréciables.

La réglementation du commerce des valeurs mobilières au Canada s'inspire de deux principes: divulgation complète et prévention des fraudes, qui ne sont cependant pas parfaitement mis en pratique ni l'un ni l'autre. Le premier principe trouve sa sanction dans les lois sur les compagnies et sur les valeurs mobilières et dans les règlements des bourses, tandis que le deuxième repose sur les pouvoirs préventifs et les dispositions pénales des lois sur les valeurs mobilières et du Code criminel fédéral, de même que sur les statuts et règlements des associations autonomes. Au Canada, par opposition aux États-Unis, on va plus loin que le principe de la divulgation complète en

accordant aux commissaires des valeurs mobilières un pouvoir discrétionnaire de refuser l'enregistrement d'une émission même si la divulgation est «complète, véridique et sans détour», lorsqu'ils ne sont pas satisfaits à d'autres points de vue. La police du commerce des valeurs mobilières au Canada, par contraste encore à la situation aux États-Unis, a été exercée par les provinces, administrée par des commissions provinciales de valeurs mobilières ou, dans quelques cas, par une branche des services du Procureur général. Néanmoins, les lois tant fédérales que provinciales sur les compagnies, de même que le Code criminel du Canada, touchent aussi à ce domaine de manière indirecte.

Notre étude des commissions de valeurs mobilières à travers le Canada a révélé qu'elles disposent d'un personnel insuffisant, tant en nombre qu'en qualité; en général les échelles de traitements ne sont pas assez élevées pour attirer et garder des personnes compétentes et expérimentées, et peu de commissaires des valeurs mobilières avaient acquis beaucoup d'expérience sur le milieu ou sur les problèmes de réglementation avant leur nomination. La Commission des valeurs mobilières de l'Ontario offre un exemple d'insuffisance de personnel; son service des enregistrements, d'à peu près cinq employés, a dû examiner, durant l'exercice financier 1961, environ 345 prospectus dont beaucoup ont été plusieurs fois révisés, sans compter ceux qui n'ont pas été enregistrés. De plus, il a émis des permis à 387 courtiers, négociants et émetteurs de valeurs—dont 56 étaient de nouveaux requérants—et à 2,418 vendeurs, dont 529 étaient de nouveaux candidats. En vérité, les commissions de valeurs mobilières n'ont pu accorder qu'une attention très sommaire aux 10,800 vendeurs inscrits au Canada en 1961. Environ le tiers d'entre eux étaient des vendeurs de fonds mutuels qui, à l'époque, ne travaillaient pas dans les cadres d'une association autonome. A l'exception de la commission ontarienne, les administrations de valeurs mobilières n'ont pu nous fournir que les plus élémentaires données sur l'histoire de leurs enregistrements, ce qui dénote encore une fois une pénurie chronique de personnel. En fait, cer-

taines commissions n'ont personne à leur emploi qui soit capable d'analyser des rapports financiers. Certains de ces problèmes sont peut-être inévitables à cause du morcellement de l'administration entre dix autorités distinctes, dont quelques-unes ont à surveiller un volume d'affaires trop réduit pour justifier l'emploi à plein temps d'un personnel spécialisé. Règle générale, cependant, les commissions de valeurs mobilières semblent figurer très bas sur la liste de priorité des gouvernements provinciaux, comme l'attestent les traitements très modestes offerts à leurs experts en droit, en administration et en comptabilité; c'est ainsi que le traitement du registraire, principal fonctionnaire à plein temps, varie de \$6,000 à \$10,000 suivant la province.

L'uniformisation des lois sur les valeurs mobilières à travers le Canada est vivement désirée par certains commissaires et par à peu près tous les courtiers, les négociants et les avocats qui pratiquent le droit commercial. On s'est timidement engagé dans cette voie; la loi de l'Ontario a servi de modèle pour celles de l'Alberta, de la Colombie-Britannique et de la Saskatchewan, mais on n'a nulle part adopté la loi ontarienne sans y apporter au moins plusieurs changements mineurs. La loi du Québec ressemble beaucoup à celle de l'Ontario, sauf qu'elle confère de plus vastes pouvoirs aux commissaires. Si un émetteur cherche à distribuer ses nouveaux titres à l'échelle du pays, il doit donc non seulement enregistrer son émission aux termes de dix lois plus ou moins différentes sur les valeurs mobilières, mais il doit aussi satisfaire aux prescriptions de la loi sur les compagnies qui lui est applicable, bien que ceux qui administrent ces dernières lois semblent se limiter à recevoir le dépôt des déclarations prescrites sans en vérifier l'exactitude ou les omissions. Dans certains cas, l'approbation des prospectus relève de ces dernières administrations ou d'autres fonctionnaires; ainsi, c'est la Commission des services publics, en Colombie-Britannique, qui autorise les émissions des entreprises de service public; à notre avis, cette fonction conviendrait mieux à une commission des valeurs mobilières.

Ce pot-pourri législatif complique la mise sur le marché d'une nouvelle émission et expose l'émetteur et le souscripteur aux risques de subir un délai à cause des exigences d'une seule de ces autorités. Il faut dire qu'en pratique la plupart des administrations enregistrent rapidement les prospectus qui ont été acceptés par la Commission de l'Ontario; mais on ne peut pas se fier absolument à cette collaboration. Même lorsque les lois sont semblables, les pouvoirs discrétionnaires conférés aux commissions et la qualité de leurs personnels peuvent entraîner d'importantes différences dans leurs procédures administratives. On nous a dit «que les lois sur les valeurs mobilières peuvent se comparer à la partie visible d'un iceberg; les règlements et les pratiques administratives en représentent la masse submergée. Selon (notre) expérience, il apparaît qu'on n'atteindra jamais une véritable uniformité aussi longtemps que ces pouvoirs discrétionnaires persisteront»²³.

En 1963, les commissaires provinciaux de valeurs mobilières ont commencé à tenir des réunions bi-annuelles, et non plus seulement annuelles, pour étudier les principes et les problèmes de réglementation des valeurs mobilières. Entre ces réunions, ils se communiquent des renseignements concernant l'enregistrement de certaines émissions ou l'application des lois contre la fraude. Ce régime a fonctionné de manière passable jusqu'ici, mais des réunions plus fréquentes permettraient sans doute d'établir des relations personnelles plus intimes et une collaboration encore plus étroite. De plus, toutes les lois sur les valeurs mobilières, sauf celle du Nouveau-Brunswick, permettent d'exécuter un mandat d'arrestation émis par l'autorité d'une autre province, afin d'empêcher les suspects d'échapper à l'arrestation par un simple déménagement. Il s'est cependant produit des cas où, en dépit de l'expérience et des avertissements de collègues d'autres provinces, on a laissé des chevaliers d'industrie notoires libres d'agir à leur guise. Cet état de choses est attribuable pour une part à l'insuffisance des personnels et à un défaut de coordination, mais parfois aussi au fait que certains gou-

vernements ont semblé craindre de poser des gestes qui risquaient, à leurs yeux, de nuire à l'exploration et à la mise en valeur des richesses naturelles de leur province.

Les commissions provinciales de valeurs mobilières et la S.E.C. (Commission des valeurs mobilières et des bourses aux États-Unis) ont coopéré avec plus ou moins de bonheur; mais la situation s'est améliorée ces dernières années. Ce qui avait le plus envenimé leurs relations avait sans doute été le problème des ventes sous pression de titres miniers spéculatifs sur le marché américain par appels téléphoniques en provenance du Canada. Bien souvent, ces ventes n'étaient pas interdites par les lois canadiennes, mais elles contrevenaient aux lois américaines sur les valeurs mobilières. Les autorités américaines tentèrent d'arrêter ces pratiques en retournant à l'envoyeur tout courrier adressé aux courtiers-négociants canadiens, mais cette façon d'appliquer la loi se révélait coûteuse. En mars 1961, l'Association des courtiers-négociants de l'Ontario céda aux instances de la commission provinciale des valeurs mobilières et de la Bourse de Toronto (qui avait menacé de rayer des titres de la cote et d'expulser des membres) et avisa ses membres de s'abstenir de toute sollicitation ou offre qui ne serait pas conforme aux lois en vigueur dans le territoire où ces offres étaient faites. C'était interdire aux courtiers-négociants de vendre des titres aux États-Unis à moins d'enregistrer un prospectus auprès de la S.E.C., une formalité longue, difficile et coûteuse; et cela tendait également à leur fermer le marché des autres provinces. La chute marquée des affaires des courtiers-négociants, ces derniers temps, vient principalement de cette perte pratiquement complète de leur marché américain, qui avait absorbé jusqu'alors 75 p. 100 de leurs ventes.

Comme nous l'avons déjà dit, les commissaires de valeurs mobilières détiennent des pouvoirs discrétionnaires très étendus, car les lois de toutes les provinces s'en remettent au jugement des commissions pour l'émission des permis aux négociants en valeurs, et elles leur confèrent aussi le pouvoir de «suspendre ou d'annuler tout permis si, à leur avis, l'intérêt public le requiert». La loi

²³ Mémoire de la Broker-Dealers' Association of Ontario, alinéa 56.

de l'Ontario, et les autres lois modelées sur elle, prévoient en outre que les commissions peuvent conduire les enquêtes les plus étendues lorsqu'elles ont reçu une déclaration assermentée qui indique comme probable qu'une personne ou une entreprise a contrevenu aux dispositions de la loi, ou a commis un délit relevant du Code criminel, dans une transaction portant sur des valeurs mobilières. A défaut d'une déclaration assermentée, ces commissions doivent recevoir un ordre du Procureur général avant d'ouvrir une enquête, sauf la commission de Québec qui peut enquêter en tout temps de sa propre initiative. Les commissions ont aussi le droit de saisir l'actif d'une personne ou d'une entreprise sur le compte de laquelle elles s'approprient à faire enquête. Ces pouvoirs, si étendus qu'ils soient, doivent être maintenus, selon nous, afin de protéger le public et de permettre d'intervenir sans délai contre des agiotages ou des duperies d'autant plus meurtriers qu'ils sont éphémères; mais on devrait accorder un droit d'appel approprié comme mesure de protection contre l'arbitraire ou le caprice de l'autorité²⁴.

Nous avons déjà souligné l'importance des organismes d'auto-discipline du milieu des valeurs mobilières au Canada; leur rôle est d'autant plus utile que les commissions des valeurs n'ont pas le personnel requis pour suffire à la tâche. Nous croyons essentiel de laisser au monde du placement une large mesure d'autonomie, tant parce qu'il possède une connaissance intime de son propre fonctionnement et de ses problèmes particuliers qu'aucune régie extérieure ne peut espérer atteindre, que parce qu'une telle autonomie contribue à développer dans ce milieu un sens élevé de ses responsabilités envers le public. A cet égard, nous avons présenté quelques suggestions que nous espérons de nature à rehausser davantage les normes du milieu en matière d'éthique professionnelle, de méthodes de négociation, d'inscription à la cote des bourses, et de divulgation. Nous avons trouvé satisfaisantes, sauf quelques exceptions, les normes des associations tou-

chant les vérifications et le capital des négociants, même si nous croyons qu'on pourrait se montrer plus exigeant envers les firmes comme envers leurs employés pour les admettre comme membres; à ce sujet, le ressèment par l'I.D.A. de son contrôle sur les vendeurs et l'établissement d'un examen pour assurer que les nouveaux venus possèdent une formation minimum rencontrent particulièrement nos vœux; tous les organismes autonomes devraient s'engager plus à fond dans la même voie. Nous avons constaté également que les comités de discipline des associations ont suffisamment de pouvoirs sous certains rapports pour réprimander, mettre à l'amende, suspendre ou expulser leurs membres, sociétés ou particuliers, coupables d'une contravention à leurs règlements; dans d'autres cas, cependant, leurs pouvoirs ne sont pas aussi clairs. Règle générale, toutefois, un particulier ou une maison ne peut se voir complètement empêché de conduire un commerce de valeurs mobilières que si la commission annule son permis.

Nous croyons que les diverses commissions de valeurs mobilières devraient s'intéresser davantage à ces questions, pour voir à ce que les associations autonomes maintiennent des pratiques satisfaisantes à tous égards et qu'elles ne deviennent ni trop indulgentes ni trop sévères envers leurs membres. C'est pour cette raison que nous proposons qu'il soit possible d'en appeler des décisions de ces organismes en matière de discipline ou d'affiliation; nous présumons cependant qu'on ne casserait pas ces décisions sans motif très sérieux. En fait, c'est déjà plus ou moins la situation qui règne en ce qui concerne la Broker-Dealers Association of Ontario, que la loi n'autorise à édicter de règlements que «sous réserve de l'approbation de la Commission des valeurs de l'Ontario». Agissant de concert, ces deux organismes ont établi des règlements pour fixer des maximas concernant les marges de prix consenties aux souscripteurs par options, et pour régir l'entiercement des actions que les entreprises d'exploration ou d'exploitation minière ou pétrolière émettent pour acheter des propriétés ou acquitter la valeur de services reçus. Les règlements de la Bourse de Toronto sur ces mêmes

²⁴ La loi ontarienne sur les valeurs mobilières a été modifiée au printemps de 1963 pour étendre le droit d'appel accordé par la loi et en améliorer la procédure.

points, que nous avons mentionnés tantôt, ont été mis au point après discussion avec la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario. A notre avis, les commissions pourraient jouer ici un rôle plus actif, de manière à assumer plus clairement leur responsabilité ultime de surveiller le monde du placement, sans que les nombreux avantages d'une auto-discipline éclairée soient pour cela sacrifiés.

AVANTAGES DE L'UNIFORMITÉ

De nombreux témoins nous ont souligné les avantages que l'uniformité des lois et de leur administration présenterait pour le commerce des valeurs mobilières au Canada. Ces avantages seraient précieux pour préparer et distribuer les nouvelles émissions, transiger dans les titres en circulation et faire respecter par tous des normes également sévères de divulgation, de compétence et d'éthique professionnelle. On pourrait réaliser cette uniformité soit par une loi fédérale qui créerait une régie nationale pour assumer les principales responsabilités actuellement dévolues aux provinces dans ce domaine, soit par la collaboration entre les provinces en vue d'appliquer des lois et des règlements uniformes partout au Canada. Chacune des deux formules requiert tout autant que l'autre une loi sage, et des commissaires et des hauts fonctionnaires d'une compétence indiscutable pour l'appliquer judicieusement; la seconde formule exige en outre que les diverses commissions agissent constamment de concert pour suivre les mêmes critères d'administration et d'application.

Nous suggérons que le gouvernement fédéral emploie son influence à favoriser l'amélioration et l'uniformisation des règles juridiques et des pratiques administratives qui réglementent le commerce des valeurs au Canada. Les provinces elles-mêmes n'ont progressé que lentement dans cette voie, et elles n'ont pas établi d'organisme officiel pour mettre au point une loi uniforme sur les valeurs mobilières. En outre, alors qu'elles ont constitué un comité pour rédiger un projet de loi uniforme sur les compagnies, ce comité tient des réunions plus ou moins régulières de-

puis plusieurs années, et il a produit deux projets qui sont encore loin d'être acceptés par les gouvernements concernés. Plusieurs gouvernements ont accordé peu d'intérêt à ce travail; et il est à prévoir qu'un comité qui serait chargé de rédiger une loi uniforme sur les valeurs mobilières ne recevrait pas plus d'attention. Nous croyons que le gouvernement fédéral pourrait fournir l'impulsion qui manque, en établissant un régie fédérale qui pourrait, pour commencer, n'exiger que l'enregistrement des émissions destinées à être distribuées dans plusieurs provinces ou outre-frontières. Elle pourrait de plus, en collaboration avec les organismes provinciaux et la Gendarmerie royale du Canada, veiller à l'application des articles du Code criminel qui portent sur les opérations frauduleuses sur titres.

Avec le temps, la régie fédérale pourra ouvrir des bureaux régionaux pour faciliter ses opérations, surtout si certains gouvernements provinciaux jugent pratique et souhaitable de déléguer ne fût-ce qu'une part de leurs responsabilités à l'organisme fédéral. Aussi, bien que notre recommandation comporte, au départ, l'établissement d'un onzième organisme de réglementation, nous espérons qu'elle amènera éventuellement toutes les parties à s'entendre et à collaborer pour corriger dans une large mesure les doubles emplois et le manque d'uniformité actuels. On pourrait y arriver rapidement, surtout si la qualité de la régie fédérale amenait les gouvernements provinciaux à autoriser automatiquement les émissions enregistrées par celle-ci. Les administrations provinciales auraient ainsi plus de temps à consacrer aux questions de caractère local, comme les permis des vendeurs et l'enregistrement des émissions à distribuer sur leur seul territoire.

En plus des normes uniformes élevées qu'il pourrait établir dans sa propre sphère d'activité, un organisme fédéral pourrait, comme l'établissement de la S.E.C. l'a fait aux États-Unis, inciter les autres autorités à relever leurs propres normes. En vérité, comme on nous l'a dit souvent, les règles et règlements de la S.E.C. ont servi d'exemple important au Canada même pour inspirer un relèvement des pratiques de divulga-

tion; de conduite professionnelle et de réglementation du commerce des valeurs en général. Par ailleurs, en surveillant de plus près les transactions internationales sur titres, une commission fédérale des valeurs mobilières pourrait contribuer autant à attirer les placements sains de portefeuillistes étrangers qu'à stimuler les capitaux domestiques dont nous avons besoin pour assurer la continuité de notre expansion. Autre considération qui a son importance à une époque où les opérations frauduleuses prennent souvent un caractère international, il deviendrait plus facile de maintenir et d'accentuer la collaboration avec la S.E.C. Ajoutons qu'un organisme unique aurait enfin pour mission et comme intérêt d'aider le monde canadien du placement à grandir, à évoluer et à devenir plus efficace. A cette fin, on pourrait charger l'organisme fédéral de recueillir des données sur les stocks et la position financière en général de ce secteur, sur le volume d'activité du marché secondaire des obligations et de la coulisse des actions, de même que d'autres données statistiques utiles au public, aux autorités monétaires et au milieu lui-même. En résumé, nous croyons que l'établissement d'une régie fédérale, qui travaillerait de concert avec les administrations provinciales, favoriserait le relèvement des normes adoptées par le milieu comme par les commissions de valeurs mobilières, une meilleure application des lois, une plus grande information du public épargnant, et une réduction des doubles emplois.

Les principaux arguments invoqués contre une régie fédérale sont qu'elle pourrait devenir excessivement bureaucratique et coûteuse, et que la plupart des problèmes de réglementation des valeurs mobilières sont de caractère local ou régional et que les provinces sont mieux placées pour les résoudre. Cependant, le monde du placement lui-même a convenu qu'un organisme fédéral unique serait préférable à dix organismes provinciaux. Il n'y a d'ailleurs pas de raison de croire qu'un organisme fédéral créerait forcément des délais coûteux, surtout si on laisse suffisamment de latitude à ses bureaux régionaux. Quant au deuxième argument, il nous semble que l'exem-

ple de la S.E.C., et le fait que les commissaires canadiens de valeurs mobilières ont récemment jugé nécessaire de se réunir plus fréquemment et d'accentuer leur collaboration, indiquent qu'un grand nombre de problèmes dépassent le palier local. De plus, les capitaux de spéculation recueillis dans une province sont souvent dépensés dans une autre, et nous n'estimons pas que la sollicitation de fonds pour, disons, l'exploration pétrolière n'intéresse que les provinces qui ont des richesses pétrolières, ou que les pratiques malsaines menées dans un territoire ne concernent pas les autres. Nous sommes ainsi amenés à conclure que, malgré les progrès accomplis par les provinces pour agir de concert, et malgré le dévouement, le jugement et les efforts inlassables de quelques-uns des commissaires des valeurs mobilières, le travail qui reste à faire sera vraisemblablement accompli plus efficacement si un organisme fédéral prend l'initiative d'établir des normes nationales élevées et uniformes.

Nous admettons qu'un organisme fédéral pourrait en arriver à ressembler à la S.E.C.²⁵, laquelle, malgré son utilité incontestable, impose un contrôle très poussé et minutieux sur le commerce des valeurs aux États-Unis. De fait, le personnel de la S.E.C. dépasse largement mille employés, son budget annuel est d'environ 11 millions de dollars, dont à peine plus de 30 p. 100 est récupéré sous forme d'honoraires. Cependant, la S.E.C. est née au cœur d'une crise économique, caractérisée par un effondrement des marchés des valeurs qui avait été témoin de nombreux abus et pratiques frauduleuses. Il y a assez de différence dans la situation actuelle au Canada pour enlever toute vraisemblance aux rapprochements qu'on serait tenté de faire. Nous pouvons donc espérer qu'un organisme fédéral canadien, agissant de concert avec les associations autonomes qui existent déjà, sera capable d'éviter la minutie excessive et la lenteur dont la S.E.C. fait preuve, en particulier en matière d'enregistrement des prospectus.

²⁵ Établie par la Securities Exchange Act de 1934 pour appliquer cette loi en même temps que la Securities Act de 1933, c'est maintenant sept lois qu'elle a à administrer en tout ou en partie.

POUR ACCROÎTRE LA PROTECTION DES ÉPARGNANTS

Nous avons déjà signalé plusieurs lacunes des lois actuelles sur les valeurs mobilières ou sur les compagnies et de l'administration de ces lois; les intéressés et des observateurs impartiaux ont proposé des solutions détaillées à ces problèmes, tant au Canada qu'en d'autres pays. Nous n'avons pas l'intention de faire ici une revue complète de toutes ces discussions, mais on nous permettra de mentionner brièvement les principaux domaines où des améliorations nous semblent s'imposer.

(i) *Divulgarion et sujets connexes*

Les normes de divulgation observées dans notre pays sont encore généralement insuffisantes. Même au sujet des règles applicables aux prospectus, qu'on a le plus améliorées, il faudrait exiger plus de renseignements concernant les traitements des directeurs, les contrats importants qui influent sur la situation de l'entreprise, les noms des propriétaires réels de 10 p. 100 ou plus des actions votantes et le nombre de leurs actions, et les détails des bonis, régimes de pension et options sur actions consenties aux dirigeants. Point de la plus haute importance, les états financiers qui accompagnent les prospectus devraient être dressés selon les règles reconnues en saine vérification, et ils devraient donner le chiffre des ventes. Les prospectus canadiens seraient aussi plus compréhensibles s'ils étaient rédigés en langue courante, comme le sont les prospectus américains, plutôt qu'avec un formalisme juridique qui énonce les renseignements statutaires point par point, d'une façon qui souvent rebute le lecteur.

Au Canada, l'obligation de fournir une divulgation «complète, véridique et sans détour» s'arrête là où se rendent les lois sur les valeurs mobilières: comme nous l'ont dit les représentants de la Chambre de commerce et du monde du placement, les lois sur les compagnies en demandent bien moins et ne sont pas trop bien appliquées. A notre avis, elles devraient obliger les compagnies à fournir chaque année des rensei-

gnements rapides et détaillés sur leurs affaires, incluant leur chiffre de ventes, des tableaux comparatifs remontant à plusieurs années, leurs engagements en vertu de baux à long terme, et leurs engagements éventuels du genre des obligations à l'égard d'une caisse de retraite sans fonds distincts²⁰. Les comptes des filiales devraient être consolidés; et on devrait publier un bilan et un état de profits et pertes distinct de toute filiale dont une partie des titres est aux mains du public. De plus, on devrait fournir plus d'une fois par année des renseignements sur les finances de l'entreprise, même s'ils ne sont pas vérifiés. Nous n'irions pas pour le moment jusqu'à recommander que la loi exige un rapport trimestriel, mais cela pourra devenir nécessaire si l'on veut atteindre les usages de divulgation acceptés aux États-Unis et qui sont indispensables à la formation d'un public acheteur éclairé. Ce sont là des sujets où la régie fédérale que nous proposons pourrait jouer un rôle important et positif.

Nous croyons qu'il faut des lois plus rigoureuses en matière de divulgation pour permettre aux bourses du Canada de réussir dans leur campagne pour obtenir des compagnies des rapports plus complets et plus fréquents. Même si la situation s'améliore, trop d'entreprises considèrent encore des actionnaires intelligents et éclairés comme des importuns plutôt que des associés. Au besoin, elles préféreraient sacrifier leur inscription à la bourse plutôt que de révéler autant de renseignements qu'il est de règle aux États-Unis. Vu cette attitude, s'ajoutant à certaines craintes que la publication d'états intérimaires ou des chiffres de ventes n'avantage et n'intéressent que les concurrents, il faut que la loi intervienne. Une divulgation financière complète n'est pas dommageable ni n'induit le public en erreur; en fait foi l'expérience favorable de presque toutes les compagnies cotées à la Bourse de New-York, qui fournissent à leur actionnaires des états financiers trimestriels et leurs chiffres de vente, ainsi que celle du 25 p. 100 des entreprises canadiennes

²⁰ Nous recommandons également que, lorsque les provisions pour amortissements d'actifs établies pour fins d'impôt dépassent le montant des provisions inscrites aux états financiers présentés aux actionnaires, l'on en divulgue la différence, annuellement et cumulativement.

qui en font autant. Peu importe que les lois sur les compagnies soient resserrées ou non, nous pensons que les bourses devraient insister davantage pour faire adopter de meilleures pratiques; nous ne pouvons croire que toutes les compagnies déficientes en matière de divulgation seraient prêtes à envisager avec sérénité leur radiation de la cote. A ce propos, les règlements de la bourse de Toronto qui imposent aux entreprises de divulguer toute modification substantielle de leurs affaires pourraient utilement être étendus de façon à obliger plus de compagnies à informer leurs actionnaires de tels changements. Quoi qu'il en soit, les prescriptions des lois sur les compagnies devraient être appliquées avec vigueur, et les administrateurs de ces lois devraient collaborer étroitement avec les commissions de valeurs mobilières et avec le monde du placement pour assurer une divulgation complète et continue, pour protéger les droits des actionnaires, et pour informer ceux-ci sur leurs droits afin qu'ils puissent se protéger eux-mêmes. De fait, il pourrait s'avérer pratique de confier l'administration de ces lois aux commissions de valeurs mobilières elles-mêmes.

Pour ce qui est de divulguer les transactions sur titres effectuées par les personnes en place dans l'entreprise, les prescriptions sont aussi d'une extrême faiblesse au Canada. L'administrateur ou le directeur d'une compagnie est bien placé pour profiter personnellement de sa connaissance spéciale des affaires de l'entreprise, cela souvent au détriment de l'ensemble des actionnaires; pourtant, la loi ontarienne sur les compagnies n'oblige les administrateurs à divulguer leurs transactions dans les titres de leur compagnie que lors d'une assemblée annuelle, et uniquement sur la demande d'un ou de plusieurs actionnaires qui représentent au moins un pour cent du capital versé de la compagnie. Ce droit semble peu connu, est rarement invoqué et perd beaucoup de sa force du fait qu'il ne peut être exercé qu'une fois par année. La loi fédérale va plus loin; elle exige que chaque administrateur «fournisse annuellement au secrétaire, pour l'information des actionnaires» un état détaillé de ses transactions sur les actions de la compagnie au cours des

douze derniers mois. L'interprétation des mots «pour l'information des actionnaires» est à l'effet que ces renseignements ne sont disponibles que sur demande. Cette même loi interdit aux administrateurs de spéculer sur les actions de leur compagnie, et confirme cette interdiction par des sanctions qui, cependant, ne sont pas définies. Aux États-Unis, les «personnes en place»²⁷ sont tenues de fournir un rapport mensuel sur leurs transactions dans les actions de leurs compagnies, et ces rapports sont publiés; leur compagnie peut reprendre les profits qu'ils réalisent en vendant des actions qu'ils ont détenues pendant moins de six mois; et il leur est interdit de vendre ces actions à découvert. De plus, dans un rapport récent, la S.E.C. recommande au Congrès d'étendre ces règlements aux compagnies dont les actions sont transigées dans la coulisse²⁸.

L'actionnaire canadien est assez exposé aux abus des personnes en place; c'est pourquoi nous recommandons d'imposer des prescriptions analogues à celles en vigueur aux États-Unis, mais de les appliquer à toutes les compagnies publiques. On pourrait insérer ces prescriptions dans les lois sur les valeurs mobilières et les faire appliquer par les commissions pertinentes, bien que les bourses devraient elles-mêmes prendre les devants²⁹. On pourrait également appliquer plus strictement les règlements des bourses et les prescriptions des lois sur les valeurs mobilières concernant la dissémination de «tuyaux» et de rumeurs par les personnes en place. Enfin, la loi devrait exiger une meilleure divulgation de la façon dont on a utilisé réellement les fonds levés pour explorer et mettre en valeur des richesses naturelles; et la loi devrait prescrire que les

²⁷ Administrateurs, directeurs, et propriétaires effectifs de plus de 10 p. 100 d'une catégorie quelconque d'actions des entreprises inscrites à une bourse.

²⁸ *Special Study of Securities Markets*, op. cit.

²⁹ Le rapport récent de la Commission Jenkins du Royaume-Uni va plus loin et recommande que les administrateurs soient tenus d'informer la compagnie, dans les sept jours qui suivent, de toutes leurs transactions sur les actions de celle-ci; que ces renseignements soient consignés et mis à la disposition du public; et si un administrateur, dans toute transaction sur des titres de sa compagnie ou de n'importe quelle autre compagnie du même groupe, a profité de renseignements confidentiels qui permettaient de prévoir un changement notable de la valeur de ces titres, qu'il soit tenu d'indemniser toute personne à qui ses opérations ont porté dommage.

actionnaires doivent approuver expressément tous les contrats passés avec des «personnes en place» ou leurs agents.

Un autre problème connexe, celui des offres d'acheter le contrôle d'une entreprise, exige à notre avis l'intervention du législateur. Les entreprises canadiennes peuvent souvent bénéficier beaucoup d'une fusion ou d'un changement de direction; mais dans les cas où ces changements se produisent à la suite de l'achat des actions de contrôle, ils peuvent comporter certains aspects défavorables quand on n'a pas donné aux actionnaires le temps ou les renseignements nécessaires pour se prononcer en connaissance de cause. Il est du devoir des administrateurs de la compagnie qui reçoit une offre de protéger alors les droits de tous les actionnaires; ils doivent en particulier s'assurer que les personnes en place ne tirent pas avantage de leur meilleure connaissance de la situation. Nous recommandons donc que les lois sur les compagnies soient amendées de façon à donner un caractère statutaire à ces devoirs, selon les principes suivants³⁰:

1. Le secret doit être observé pendant la durée des négociations.
2. Les acheteurs éventuels et les administrateurs ou leurs associés doivent s'abstenir de transiger sur les titres concernés pendant la durée des négociations.
3. Dès qu'une entente a été conclue, les actionnaires doivent en être informés immédiatement.
4. Les administrateurs doivent s'assurer que l'acheteur est capable de compléter la transaction.
5. Les administrateurs doivent présenter une recommandation aux actionnaires et indiquer s'ils se proposent d'accepter l'offre.
6. Les administrateurs doivent s'assurer que tous les actionnaires ont une chance raisonnable d'examiner l'offre et que, si les actions présentées à l'acheteur ne sont pas toutes pri-

³⁰ Ces recommandations ont été empruntées dans une large mesure au *Code de procédure touchant les offres de prise de possession*, adopté volontairement en mai 1963 par l'Association des Compagnies de fiducie du Canada, l'I.D.A. et les bourses de Toronto, de Montréal, de Vancouver et canadienne.

... ses par lui, il effectuera ses achats au prorata avec tous les actionnaires qui satisfont aux conditions de l'offre.

7. Afin de permettre aux actionnaires de décider en connaissance de cause, on doit révéler le nom de l'acheteur, ainsi que des renseignements suffisants sur les perspectives de leur compagnie, et sur celles des compagnies fusionnées (si l'offre n'est pas au comptant), y compris des informations non seulement sur l'acheteur mais sur tout changement important de la situation de leur compagnie depuis le dernier rapport aux actionnaires. Tous paiements spéciaux à titre de services administratifs ou de pensions aux administrateurs ou aux directeurs de la compagnie qui reçoit l'offre doivent aussi être divulgués.

8. Les conditions auxquelles l'offre devient obligatoire pour l'acheteur, ou les conditions auxquelles il lui est loisible de la déclarer obligatoire, doivent être énoncées. Si l'offre porte sur toutes les actions, l'acheteur doit aussi déclarer s'il se propose d'invoquer l'article 128 de la Loi sur les compagnies (Canada) ou une disposition correspondante des lois provinciales, quand c'est possible, pour l'acquisition d'actions minoritaires.

9. Si une commission est versée pour solliciter l'acceptation de l'offre, le montant doit en être révélé³¹.

La sollicitation des procurations est un autre domaine où les compagnies canadiennes, y compris les mutuelles d'assurance, sont laissées libres de s'acquiescer ou non de leurs devoirs normaux envers les actionnaires. On nous a signalé qu'au Canada un avis d'assemblée d'actionnaires se limite beaucoup trop souvent à un ordre du jour très court et très vague et à une demande de procuration en faveur de la direction³². Règle générale, rien n'est fait pour aider l'actionnaire à

³¹ Une étude et des recommandations détaillées touchant la réglementation des offres de prise de possession se trouvent aussi dans *Notes on Amalgamation of British Business*, du comité exécutif de l'Issuing Houses Association ainsi que dans le Rapport de la Commission Jenkins, Londres, H.M.S.O. Cmnd.1749.

³² Mémoire de la Security Analysts' Association de Toronto.

donner ses instructions sur la manière de voter ses actions, soit pour l'élection des administrateurs soit sur des questions déterminées; on ne lui laisse aucun espace pour désigner une autre personne comme procureur, et on ne lui fournit aucune information de nature à le renseigner sur les questions à l'ordre du jour. En conséquence, on retient les épargnants de porter intérêt aux affaires de leur compagnie de façon réfléchie et intelligente.

Nous recommandons donc avec instance que les bourses et les commissions de valeurs mobilières exigent que les documents sollicitant des procurations soient plus détaillés et renferment des renseignements sur les titres et qualités des candidats aux postes d'administrateurs ainsi que sur les intérêts financiers qu'ils possèdent dans la compagnie, y compris tout changement survenu dans leur portefeuille d'actions de l'entreprise durant l'année précédente. La formule devrait aussi expliquer en détail et objectivement les mesures importantes qui seront proposées à l'assemblée. Enfin, la formule de procuration devrait permettre à l'actionnaire d'indiquer dans quel sens il veut voter. Ce sont toutes là des règles en vigueur pour les valeurs inscrites à la Bourse de New-York; leur adoption au Canada devrait contribuer à former une classe d'actionnaires plus actifs et plus éclairés.

(ii) *Autres mesures nécessaires*

Certaines institutions financières de petite taille, qui conduisent un commerce de prêts hypothécaires ou d'escompte de contrats à tempérament, parfois aussi un commerce de prêts commerciaux, sollicitent des capitaux à court terme, ce qui donne lieu à l'une des lacunes les plus flagrantes de la législation sur les valeurs mobilières et qui est devenue plus manifeste ces dernières années. Plusieurs lois provinciales sur les valeurs mobilières exemptent de l'enregistrement toute émission de billets négociables ou de papier d'entreprises qui échoit dans un an ou moins de la date de l'émission. De plus, certaines de ces institutions sollicitent des dépôts, offrant souvent un intérêt élevé pour ces fonds et leurs autres emprunts à court terme (d'où leur sobriquet, en

anglais, les «eight per centers»). Bien que la loi fédérale interdise aux compagnies à charte fédérale de conduire un commerce bancaire, on n'a pas défini légalement ce que «bancaire» signifie; de même, les lois correspondantes de l'Ontario et du Québec, ainsi que celles de quatre autres provinces³³, restent muettes sur l'acceptation de dépôts ou sur l'activité bancaire. Pour prévenir tous abus de ces institutions non surveillées, il faut évidemment commencer par ne pas exempter de la législation sur les valeurs mobilières les compagnies qui sollicitent des fonds par billets à court terme du grand public; au moins quatre provinces³⁴ ont pris récemment les mesures nécessaires. Les commissions, vu leurs pouvoirs discrétionnaires étendus, peuvent donc exiger des sociétés qui demandent un enregistrement qu'elles conservent un rapport raisonnable entre leur propre capital et leur actif, et entre leur actif liquide et leur passif total, et qu'elles fournissent des renseignements complets sur leur situation aux acheteurs de leurs titres. Les autres provinces pourraient suivre cet exemple. L'Ontario a aussi adopté récemment une loi pour assujétir à la réglementation de la Commission des valeurs mobilières les compagnies qui acceptent des dépôts, sauf celles qui sont déjà soumises à une surveillance. La Commission doit passer sur toute annonce pour solliciter des dépôts; elle reçoit des rapports trimestriels des compagnies qui prennent des dépôts, et elle a le droit d'examiner leurs livres à tout moment raisonnable. Cette loi prescrit de maintenir de fortes réserves liquides, en proportion de l'importance du passif-dépôts. Nous en dirons davantage dans les prochains chapitres sur la réglementation des entreprises qui conduisent un commerce bancaire.

Nous n'avons pas cru de notre ressort de faire une étude approfondie sur les différentes manières possibles de commettre des fraudes ou d'induire le public en erreur dans le commerce des valeurs mobilières; nous ne sommes donc pas en mesure de présenter des recommandations élaborées à ce sujet. Néanmoins, nous avons découvert cer-

³³ Île-du-Prince-Édouard, Nouvelle-Écosse, Nouveau-Brunswick et Manitoba.

³⁴ Ontario, Manitoba, Saskatchewan et Colombie-Britannique.

taines faiblesses dans le régime de réglementation. Une des principales lacunes concerne la surveillance des vendeurs qui font affaire avec le public; à quelques exceptions près, ceux-ci exercent leur activité en vertu de permis émis par les commissions de valeurs mobilières, mais ils ne sont pas assujétis à une étroite réglementation. De fait, à peu près n'importe qui a pu obtenir un permis s'il n'avait pas de dossier criminel, et certaines personnalités douteuses ont été admises à la pratique de ce commerce. Bien des vendeurs de fonds mutuels n'ont aucune expérience en matière de placement, ne travaillent qu'à temps partiel et font un apprentissage qui laisse à désirer; en outre, le renouvellement rapide de ce personnel de vendeurs pose une problématique chronique aux commissaires de valeurs mobilières, déjà harcelés de tout côté. Le rapport d'une commission nous indique que les permis émis aux vendeurs ont doublé durant la période de deux ans terminée en 1961 presque entièrement à cause d'un afflux de vendeurs de fonds mutuels³⁵. Durant cette période, les organisations qui vendaient des valeurs de fonds mutuels n'avaient pas d'association pour se réglementer. Nous espérons que l'association fondée récemment imposera des normes élevées concernant le recrutement, la formation et la surveillance des effectifs de vendeurs—chaque association autonome devrait y être tenue—; mais il restera toujours des brèches à combler; les commissions de valeurs mobilières ne pourront se dispenser de surveiller l'ensemble, et elles auront besoin d'un meilleur personnel pour accomplir cette fonction convenablement.

Certaines lois provinciales sur les valeurs mobilières, en particulier la loi ontarienne, dispensent d'obtenir un permis les vendeurs qui ne vendent que des titres exempts (surtout les titres des gouvernements); on suppose sans doute que la qualité du produit répond de la qualité du vendeur ou du moins réduit le tort qu'il peut causer. La validité de ce principe n'est pas évidente, et il existe au moins un cas connu de fraude survenue dans ces circonstances. Bien que l'article 19 (3) de la loi ontarienne prévoit que

³⁵ Dans le Québec, les permis ont augmenté de 1,890 en 1959 à 3,757 en 1961.

cette dispense sera retirée aux personnes ou aux maisons reconnues coupables d'actes ou de comportements interdits aux détenteurs de permis, nous n'en croyons pas moins que les épargnants seraient mieux protégés si tous les vendeurs étaient enregistrés. Nous reconnaissons que cela demanderait de changer la règle qui exige en Ontario que tout vendeur ait un emploi à plein temps dans le monde du placement. Des vendeurs à temps partiel, dispensés d'obtenir un permis, distribuent actuellement avec efficacité dans les régions rurales bien des émissions exemptes; mais on pourrait retenir cet avantage en prévoyant l'émission de permis spéciaux pour cette catégorie de vendeurs.

Certaines méthodes de vente, notamment la vente sous pression au téléphone faite par des chevaliers d'industrie, ont dans le passé terni la réputation du milieu. L'article 53 de la loi ontarienne et des articles semblables d'autres lois provinciales interdisent aux vendeurs la sollicitation à domicile ou par téléphone, sauf si on s'adresse à un ami intime, un associé en affaires ou un client avec qui le courtier ou le négociant—ou le plus souvent le courtier-négociant—a l'habitude de faire affaire. Cette sollicitation est aussi permise si le client a demandé par écrit des renseignements sur le titre même que l'on offre. Nous désirons souligner que cette prescription juridique reste nécessaire, comme aussi celle qui concerne les vendeurs de fonds mutuels, pour empêcher que le public soit importuné. Cependant, nous engageons les commissions à publier des éclaircissements sur la façon dont elles entendent interpréter dans la pratique des expressions comme «a l'habitude de faire affaire».

Nous avons déjà parlé de la nécessité pour les bourses de resserrer leurs normes d'inscription à la cote et leurs normes de radiation, pour protéger à la fois le public et la réputation du milieu lui-même. Lorsque des compagnies inopérantes, qu'on appelle des «coquilles», demeurent à la cote, elles fournissent l'occasion à une entreprise spéculative non inscrite de faire porter ses titres à la cote par une fusion ou une prise de possession. Cette dernière est alors en mesure d'émettre des actions sans avoir à faire l'enre-

givement et le prospectus demandés par les règlements des commissions de valeurs mobilières, et parfois sans répondre aux normes d'inscription de la bourse elle-même, nonobstant le dépôt du rapport requis par celle-ci. On pourra éviter les pires de ces abus en cessant, selon nos recommandations antérieures, de permettre la distribution primaire sur les bourses, et en exigeant l'enregistrement de toute nouvelle émission d'actions. Néanmoins, nous recommandons fortement aux bourses d'exiger de toutes les compagnies inscrites qu'elles satisfassent continuellement aux normes courantes d'inscription sous peine de radiation, et faire à cette fin des vérifications périodiques de toutes les inscriptions. Lorsqu'une compagnie non inscrite se fusionne avec une compagnie inscrite, on devrait obliger la nouvelle entreprise dans tous les cas à faire une nouvelle déclaration d'inscription et à établir qu'elle respecte les normes d'inscription; si elle y manque, elle devrait être rayée de la cote après un court délai. La Bourse de New York a établi des règlements concernant les fusions que les bourses canadiennes devraient prendre en considération.

On est mal renseigné sur l'étendue des tripotages de bourse au Canada; nous n'avons pas entrepris d'exécuter l'enquête générale circonstanciée qui serait nécessaire pour établir les faits, mais nous avons l'impression que le nombre de négociants qui se livrent à ces opérations est très faible. Le Code criminel définit la responsabilité criminelle en matière de fraude (article 323), de fausse réclame (article 306), de transactions fictives («*wash sales*», article 325), d'agiotage («*bucket shop operations*», article 326) et de vente d'actions détenues pour des clients (article 327)³⁶. Les lois sur les valeurs mobilières et les règlements de la Bourse de Toronto couvrent à peu près les mêmes points. Cependant, on a obtenu une seule condamnation en application de l'article 325 du Code criminel,

et l'accusé avait plaidé coupable. Un cas notoire a été deux fois soumis aux tribunaux en vertu de cet article; chaque fois, le jury n'a pu rendre le verdict. Aucune accusation n'a jamais été portée aux termes du règlement correspondant de la Bourse de Toronto.

Les principaux problèmes tiennent ici à l'insuffisance de la surveillance, due sans doute au manque de personnel des commissions de valeurs mobilières, et à une certaine hésitation à pousser les poursuites à cause de la difficulté d'obtenir des condamnations en vertu de l'article 325 du Code criminel, qui, à l'opposé de la loi américaine, demande de prouver «*l'intention de créer une apparence fausse ou trompeuse d'activité du négoce . . .*» Nous croyons que le ministère fédéral de la Justice devrait examiner les dispositions concernées du Code criminel, en consultation avec les milieux du placement et les commissaires de valeurs mobilières, afin de rendre la loi plus sévère et plus facile d'application. A l'exemple de certaines lois provinciales, la loi fédérale devrait peut-être conférer aux autorités, sujet à certaines limites et à un droit d'appel, le pouvoir de saisir les biens de ceux qu'on soupçonne de contrevenir à la loi fédérale sur les valeurs lorsque l'intérêt du public rend la chose nécessaire. Dans un cas récent d'obtention frauduleuse de dépôts attirés par une promesse de rendement élevé, cette disposition a aidé à sauver une partie des fonds pour les déposants.

Un autre domaine que nous demandons aux autorités des valeurs mobilières d'étudier davantage concerne la réglementation touchant les actions entiercées. Ces actions sont émises par une entreprise à un vendeur, habituellement mais pas toujours, en paiement d'une propriété. Si l'entreprise fait une émission publique d'actions, il est obligatoire de confier les actions du vendeur à la garde d'un tiers qui les libérera par la suite en conformité des règlements de la commission des valeurs mobilières. Cette libération s'échelonne habituellement de façon à correspondre aux diverses étapes de l'expansion de la compagnie, soit selon les progrès de la vente des actions de trésorerie ou à intervalles fixes. Comme ces actions entiercées s'ajoutent le plus souvent à un

³⁶ Les transactions fictives sont des commandes simultanées d'acheter et de vendre, données avec l'intention de créer une impression trompeuse d'activité et d'intérêt dans un titre, ou pour établir des cotes fictives; l'agiotage consiste à convenir d'acheter ou de vendre des actions sans avoir l'intention véritable d'exécuter le contrat, ni de livrer les titres ou d'en prendre livraison.

paiement en espèces pour une propriété dont la compagnie ne connaît pas la valeur, et comme le vendeur peut être une «personne en place» ou qu'il peut prendre le contrôle effectif de l'entreprise au moyen de ces actions, il importe de prendre des précautions spéciales contre les abus.

Dans d'autres chapitres, nous avons formulé des commentaires ou des recommandations qui touchent le sujet des lois sur les valeurs mobilières, en particulier au chapitre 10 où nous avons signalé l'importance, pour les compagnies de fiducie et pour les autorités, de veiller à ce que les actes de fiducie ne négligent en rien de protéger les épargnants. Nous avons également recommandé au chapitre 16 que les banques à charte soient tenues, comme les autres souscripteurs, de divulguer le fait lorsqu'elles agissent à titre de souscripteurs. Enfin, au chapitre 13, nous avons noté les conflits d'intérêts possibles découlant de la gestion des placements des fonds mutuels, ainsi que les problèmes que posent les «chargements accélérés», c'est-à-dire l'imputation de tous les frais sur les premiers versements mensuels d'un contrat d'épargne à long terme conclu avec l'acheteur. A notre avis, pour bien servir l'intérêt public, il faut exiger la divulgation complète, véridique et sans détour de ces faits et des autres données importantes, pour fournir à l'acheteur la chance d'évaluer lui-même les pratiques de chaque fonds. En même temps, cette classe d'institutions devrait relever ses propres normes d'auto-discipline, et les commissions de valeurs mobilières devraient prendre des mesures pour s'assurer que tous leurs vendeurs soient dûment qualifiés et que les auteurs de manœuvres malhonnêtes ou frauduleuses soient poursuivis avec vigueur et célérité.

En dépit des lacunes qui persistent, les progrès réalisés dans le fonctionnement des marchés ca-

nadiens d'actions nous ont impressionnés, ainsi que le sens des responsabilités que révèlent les efforts de la grande majorité des membres du monde du placement pour relever leur normes d'opération. Nous ne saurions trop insister sur l'importance de normes élevées d'auto-discipline de ce milieu, en matière d'expertise et de compétence aussi bien que d'éthique professionnelle et de solvabilité financière, afin de constituer au Canada un public croissant d'épargnants avisés, prêts à fournir des capitaux de promotion pour financer l'expansion du pays. Nous avons formulé plusieurs recommandations à cette fin et nous espérons que, accompagnées d'un programme plus intense d'éducation des épargnants par les milieux financiers, elles porteront fruit au cours des années futures.

En même temps, pour soutenir et encourager ces efforts et pour veiller à la sauvegarde des intérêts du grand public, on devra resserrer les lois sur les valeurs mobilières et la divulgation. Nous avons proposé de constituer une commission fédérale des valeurs mobilières pour agir de concert avec les commissions provinciales au personnel insuffisant, en vue de rehausser et d'uniformiser les normes d'une réglementation qui resterait plus souple que le régime correspondant aux États-Unis; nous avons formulé également des propositions en vue d'améliorer les règlements existants et leurs critères d'application. Les milieux financiers et les autorités compétentes n'auront rien appris de nous au sujet des faiblesses que nous avons signalées; mais nous espérons en les montrant du doigt accélérer l'évolution de la réglementation publique et privée, si indispensable à un afflux suffisant et bien distribué de capitaux canadiens.

UNE FORMULE DE LÉGISLATION BANCAIRE

Les modifications que nous allons maintenant proposer d'apporter à nos lois bancaires, tout comme les nombreuses recommandations législatives ou autres que nous avons déjà faites, ont pour but de faire progresser l'évolution de notre système financier, d'en assurer la solidité et d'en accroître le dynamisme et la vigueur concurrentielle. Nous pensons qu'un bon régime de réglementation doit permettre à nos rouages bancaires de s'adapter rapidement et efficacement aux besoins toujours nouveaux des prêteurs et des emprunteurs, tout en offrant à ceux qui ont à s'en servir des garanties raisonnables contre les pertes et les abus. Une bonne législation bancaire devrait aussi permettre aux mesures de politique monétaire d'influer de façon équitable et assez prévisible sur les opérations des institutions en cause, et elle devrait favoriser les prises de contact et les consultations entre celles-ci et la banque centrale. Enfin, les cadres des lois bancaires devraient être conçus de façon à imposer à tous une réglementation raisonnable et acceptable, sans faire de distinctions injustes entre ceux qui se livrent à des activités essentiellement semblables.

Nous avons exposé dans les chapitres précédents qu'aucun régime de réglementation ne peut immuniser contre les pertes celui qui veut s'adonner à la spéculation ou celui qui ne s'informe pas de la réputation ni de la situation financière des institutions avec lesquelles il traite. Une réglementation ne peut non plus garantir qu'il n'y aura jamais d'incompétence, de négligence, voire

de malhonnêteté dans le monde de la finance, sauf au prix d'un contrôle préalable de chaque transaction qui aurait vite fait d'étouffer la vie économique du pays. Nous croyons cependant que personne ne conteste qu'il soit nécessaire d'imposer quelque forme de réglementation aux institutions financières et bancaires. En effet, le système financier fonctionne de façon complexe, et ses rouages ne sont pas toujours bien compris de tout le monde; s'il n'existait pas de réglementation, le pouvoir de disposer des fonds du public pendant des périodes de temps plus ou moins prolongées ouvrirait la porte à de graves abus.

Par contre, ainsi que nous l'avons répété souvent dans le présent rapport, une réglementation bien conçue et bien appliquée ne demande pas nécessairement que l'on adhère à des règles minutieuses et rigides qui augmentent les frais et paralysent l'activité du système financier. Nous pensons qu'on réussira le mieux à protéger le public en édifiant la législation à partir des trois principes suivants: divulgation suffisante, surveillance compétente, pouvoir juridique des autorités de forcer toute institution à corriger ses pratiques malsaines ou imprudentes et de poursuivre ceux qui se livrent à des opérations frauduleuses ou criminelles. La divulgation complète et continue des affaires des institutions permettrait au public de se renseigner sans trop de frais ou de difficultés sur la solidité et la réputation de telle ou telle entreprise financière. Un régime d'auto-discipline compétent et diligent, soumis à la surveillance et à l'inspection générale de l'autorité

publique, est le moyen le meilleur, sinon le moyen infaillible de prévenir des faillites chez les institutions.

A partir de ces caractéristiques essentielles à tout régime de réglementation, on peut opter entre deux voies divergentes pour édifier le reste de la législation. La première possibilité consisterait à rédiger une série de lois définissant les marchés au sein desquels chaque classe d'institutions serait libre de faire affaires, d'une manière qui répondrait aux besoins actuels et qui assurerait une concurrence suffisante entre les différents secteurs du marché et à l'intérieur de chacun. Un tel régime limiterait chaque classe d'institutions à conduire certains genres d'opérations, à acquérir certaines catégories de valeurs, et à émettre certaines sortes de créances; et il pourrait même prescrire de façon assez minutieuse à quelles conditions leur activité serait assujéti dans ces domaines circonscrits. Ce genre de régime consacrerait un mode défini de spécialisation du système financier, mais il présenterait le risque que l'évolution des conditions économiques transforme cette spécialisation en compartimentation gênante et crée des chasses-gardées plutôt démunies de saine concurrence. Même s'il était possible de rédiger les lois de façon à écarter ces conséquences pendant un temps, il reste que les besoins de la collectivité ne resteront pas toujours les mêmes. Même en admettant qu'une législation bien rédigée pourrait être amendée périodiquement, elle aurait tendance à freiner l'évolution et la créativité du système financier et à empêcher les institutions d'accroître leur efficacité en variant la gamme de leurs services comme elles auraient pu le faire de façon économique sous un autre régime. Bref, le système financier ne pourrait plus remplir aussi bien son rôle. Ajoutons à cela que lorsque des restrictions légales affectant les pouvoirs d'emprunt, l'actif ou les profits des institutions diminuent la capacité de certaines d'entre elles de faire concurrence pour attirer des capitaux, on peut craindre que les changements de politique monétaire agissent différemment sur la capacité de chaque classe d'institutions d'obtenir des capi-

taux et donc de répondre aux besoins des emprunteurs qui comptent sur elles.

Nous avons soutenu ailleurs que l'imposition de coefficients d'actif et la définition détaillée des pouvoirs de placement des institutions ne sont pas des moyens efficaces d'assurer la protection du public. Nous avons souligné que la Loi sur les banques, la meilleure de nos lois de réglementation, est assez libre de ce genre de restrictions, et qu'on a adouci graduellement celles que contient la Loi sur les banques d'épargne du Québec. En fait quelques-unes des restrictions qui demeurent dans ces deux lois sont contradictoires: dans un cas, on limite les prêts sur hypothèque et l'on permet les prêts commerciaux, tandis que dans l'autre on fait l'inverse, malgré le fait que le passif de ces deux classes d'institutions soit très semblable. Nous ne prétendons pas qu'il ne soit pas utile d'imposer certaines règles générales concernant l'encaisse, la liquidité et certaines sortes de valeurs; au contraire, nous allons faire certaines recommandations à ce sujet. Nous sommes convaincus, cependant, que le recours abusif aux coefficients d'actif et à la réglementation des pouvoirs de placement peut réduire beaucoup la capacité d'adaptation et la concurrence au sein du système financier, sans accroître pour autant la protection du public. Nous pensons donc qu'il faut éviter ce genre de prescription autant que possible.

Une autre possibilité est d'accepter l'extension de la concurrence et de chercher à la favoriser. Par un cadre de lois plus simple et moins restrictif, qui permet à chaque institution de s'engager dans les genres d'affaires financières qui lui paraissent les plus profitables, on n'empêche pas les forces de la concurrence de faire évoluer le système financier. Si on n'impose à aucune institution le devoir légal de se spécialiser, on ne les force pas davantage à suivre toutes une voie unique. Si des institutions trouvent que leurs dimensions plus modestes, leurs talents particuliers et leur attention non partagée pour certains genres d'activité financière leur confèrent de la souplesse et un avantage concurrentiel sur leurs rivaux moins agiles qui ont choisi de devenir comme des «magasins à rayons» de la finance,

elles sont libres de conduire leurs affaires à leur guise. D'autre part, chaque institution est libre de consacrer plus de ses ressources à tel ou tel secteur d'activité selon l'évolution des besoins de la collectivité. Enfin, en adoptant ce régime plus libéral, on ne réduit en rien les garanties dont bénéficie le public; on attend beaucoup de la sûreté de jugement des dirigeants des institutions et des autorités de surveillance, principalement dans les cas où les marchés financiers sortent des sentiers battus; mais dans la mesure où ce régime est bien administré et bien conçu, on fournit une protection plus sûre et plus efficace qu'avec un cadre plus minutieux et moins souple.

Nous aurions bien pu être amenés à faire des recommandations différentes si nous avions trouvé des lacunes sérieuses ou des défauts graves dans le système financier, ou si nous avions constaté que ce dernier répondait très mal aux pressions de la concurrence et des besoins changeants du public. Si on était venu soutenir devant nous, par exemple, que le financement des exportations ou que le crédit offert aux consommateurs ou à telle ou telle catégorie d'entreprises était inadéquat au point qu'il faille prendre des mesures radicales pour empêcher l'économie d'être paralysée par les déficiences du système financier, nous aurions pu adopter une autre attitude. De tels témoignages, s'ils avaient été corroborés par nos études, nous auraient peut-être amenés à proposer une réforme complète des structures de notre système financier, incluant la création de nouvelles institutions par l'État ou par le secteur privé. Nous nous serions peut-être laissé convaincre de la nécessité d'une intervention plus directe de l'État dans le système financier afin d'orienter certains capitaux vers des besoins économiques que le système actuel aurait négligés. Ce genre d'intervention peut se matérialiser de diverses manières: extension des garanties fournies par l'État, subventions, dégrèvements fiscaux, réglementation de la composition des portefeuilles des institutions pour assurer à certains emprunteurs le monopole de telles ou telles sources de capitaux. Les inefficacités et l'inflexibilité inhérentes à un tel régime auraient coûté cher à l'économie, mais ces frais

auraient pu s'avérer moins élevés que le coût d'un système financier qui ne remplit pas son rôle.

Cependant, nous n'avons pas reçu beaucoup de plaintes de ce genre; en fait, les événements de ces dernières années ont montré que notre système financier est parfaitement capable de s'adapter à l'évolution des besoins de la collectivité. Nous avons été frappés de constater à quel point les institutions et les marchés ont su s'adapter, malgré les restrictions qui leur sont imposées par la loi, aux nouvelles exigences des temps. Quel que soit le caractère du système financier, il ne saurait résoudre tous les problèmes économiques qui surgissent. Les institutions et les marchés ne font pas apparaître biens et services par magie; leur rôle se limite à en faciliter la production et à contribuer à les répartir parmi la multitude des besoins en concurrence. Dans ces conditions, nous ne pouvons nous attendre à ce que chacun puisse toujours emprunter tant qu'il veut aux conditions qu'il aime, et il ne faut pas s'étonner que l'on nous ait dit que certaines catégories d'emprunteurs ne sont pas suffisamment bien servies. Ce qu'il faut retenir de ces remarques, toutes fondées qu'elles puissent être, et nous leur avons prêté une oreille attentive, c'est surtout leur petit nombre et le fait qu'elles ne portaient pas tant sur des solutions de continuité dans la série des marchés financiers que sur des améliorations que l'on pourrait apporter aux marchés existants.

Nous avons attiré l'attention dans les chapitres précédents sur plusieurs domaines qui soulèvent des problèmes; la difficulté, par exemple, qu'éprouvent certaines petites municipalités éloignées d'attirer des capitaux d'institutions¹. Mais il faut attribuer cet état de choses autant à un manque de renseignements sur la situation de ces emprunteurs qu'aux préventions des institutions en matière de placements. Comme autre exemple, on ne peut nier que les grandes institutions hypothécaires consentent plus volontiers des prêts dans les grandes villes que dans les petites localités, et qu'il est plus facile d'obtenir des prêts hypothé-

¹ Dans certaines régions, ces emprunteurs peuvent obtenir des fonds à des conditions particulièrement avantageuses (Voir le chap. 4).

caires ordinaires dans les régions qui possèdent des institutions locales bien établies, du genre des caisses populaires. Voici un exemple du rôle important que peuvent jouer, dans un système financier bien équilibré, des institutions plus modestes qui s'intéressent à une région déterminée et qui la connaissent à fond, ce qui n'empêche pas que les banques, grâce à leurs grands réseaux de succursales, pourraient remplir ici un rôle si la loi le leur permettait. Malgré ces imperfections, les renseignements statistiques et autres qui nous ont été présentés ne nous ont fourni aucune raison de croire que les grandes institutions suivent des politiques de placement inéquitables pour certaines provinces ou régions. Au contraire, plusieurs d'entre elles s'appliquent à bien équilibrer leurs placements entre les diverses régions, ce que d'ailleurs leur propre intérêt les pousse à faire.

Nous avons aussi noté que certaines petites entreprises, non seulement auraient besoin de trouver un meilleur accès aux capitaux de participation ou au financement à moyen ou à long terme, mais auraient aussi grand avantage à recevoir des institutions prêteuses des conseils et renseignements financiers, administratifs et commerciaux tout autant que des capitaux, si ces institutions avaient le personnel et l'organisation voulus pour le faire. On a réalisé des progrès importants récemment dans ce domaine, mais nous espérons qu'il s'en produira d'autres, et nous avons proposé que la Banque d'expansion industrielle mette davantage l'accent sur ces fonctions de conseiller pour les petits emprunteurs et qu'elle encourage les institutions privées à étendre leurs services dans ce domaine plutôt que de leur livrer activement concurrence.

Au cours de notre étude du marché des hypothèques sur maisons d'habitation, nous avons recommandé plusieurs mesures visant à laisser toute la liberté aux mouvements des taux sur ce marché (ou du moins à les rendre beaucoup plus souples), à améliorer l'information fournie aux prêteurs et à diminuer les restrictions imposées aux institutions prêteuses. Ce genre de solution stimulerait les courants de capitaux privés vers la construction nouvelle et les rendrait plus

réguliers, il permettrait au gouvernement fédéral de se retirer graduellement du marché des prêts hypothécaires directs aux propriétaires de maisons et aux constructeurs, et il ferait se rapprocher davantage les conditions de financement pour les immeubles en existence et pour la construction nouvelle. Cela s'ajoutant aux changements qui sont en train de se produire sur ce marché—comme la possibilité d'obtenir maintenant à des taux raisonnables d'institutions réputées des prêts allant jusqu'à 80 pour cent de la valeur d'une maison existante—et s'ajoutant aussi à nos recommandations ci-après concernant les pouvoirs des banques à charte de faire des prêts hypothécaires, le marché des hypothèques au Canada devrait en recevoir des améliorations importantes et durables.

Nous avons aussi formulé au chapitre 13 certaines recommandations touchant les institutions de prêt à long terme. Ces recommandations ont pour objet de leur donner plus de liberté pour faire leurs placements et plus de latitude pour répondre aux besoins nouveaux, tout en les soumettant à la surveillance efficace des pouvoirs publics. On arrivera mieux à ces résultats en modifiant leurs règles d'évaluation ainsi que certaines dispositions restrictives de la législation sur les compagnies d'assurance, notamment à l'égard de leurs placements en actions. Le régime de surveillance du secteur de l'assurance est satisfaisant, mais nous avons signalé le besoin de veiller à la solidité de la situation actuarielle des caisses de retraite et de soumettre leurs placements à certaines normes générales de qualité. Nous avons également signalé certaines insuffisances du régime de réglementation des fonds mutuels, et nous avons loué les récentes initiatives prises à cet égard par les institutions et par les commissions de valeurs mobilières.

Pour certains secteurs des marchés de valeurs, se pose aussi le problème de voir à ce que la liberté dont jouit cette partie importante du système financier ne favorise pas les pratiques malsaines et malhonnêtes, qui finiraient par entraîner l'imposition de contrôles trop rigides. C'est pourquoi nous avons recommandé de ren-

forcer considérablement la réglementation touchant les valeurs mobilières, de faire prendre par le gouvernement fédéral l'initiative requise pour coordonner les fonctions des divers gouvernements dans cet important domaine, et d'accroître l'information fournie tant aux émetteurs qu'aux épargnants. Nous avons signalé certains abus qu'il faudrait enrayer, mais nous répétons que pour les combattre avec succès et pour assurer la saine évolution des marchés d'obligation et d'actions il faut compter tout autant sur l'efficacité des organismes d'auto-discipline du monde du placement que sur une surveillance alerte exercée par des commissions gouvernementales dotées d'un personnel suffisant et que sur des règles satisfaisantes de divulgation et d'information du public. Grâce à ces mesures et aux pouvoirs de placement plus étendus que nous proposons d'accorder aux institutions financières, on pourra espérer également que les Canadiens ne seront pas détournés d'investir dans leur propre économie par des imperfections du système financier, même si les entrées massives de capitaux étrangers pendant une bonne partie de l'après-guerre étaient principalement dues à d'autres causes.

Le système financier a donc grandi et évolué d'une façon remarquable; mais il reste certains secteurs où son fonctionnement laisse à désirer. Dans certains cas, c'est à cause d'un manque d'information ou de connaissances; dans d'autres cas le comportement des institutions ou des épargnants a évolué trop lentement ou a manqué de hardiesse; et dans d'autres cas encore, ce sont les lois ou la surveillance qui font défaut. Cependant, ces insuffisances découlent surtout de restrictions juridiques trop rigides, telles que celles qui empêchent les institutions de servir convenablement le marché des prêts hypothécaires ordinaires ou qui retiennent les compagnies d'assurance d'acheter des actions.

Considérons maintenant les institutions financières qui émettent principalement des créances à court et à moyen terme. Dans les limites permises par la législation, ces institutions—banques à charte et banques d'épargne, compagnies de fiducie et de prêts hypothécaires, compagnies de finance et de petits prêts, credit unions et caisses

populaires ainsi que d'autres institutions qu'il n'est pas facile de classer—ont diversifié leurs activités et ont développé de nouveaux genres d'affaires. Ce faisant, elles en sont venues à se livrer une concurrence de plus en plus vive entre elles et avec les autres institutions de crédit à long terme. Sur le marché hypothécaire, par exemple, les banques à charte sont devenues de gros prêteurs pendant les cinq ans qui ont suivi la modification de leur loi en 1954. De même les banques d'épargne sont entrées sur les marchés des hypothèques ordinaires et de la L.N.H. à la suite de modifications, en 1948 et en 1954, de la loi qui les régit. Les caisses populaires occupent une place importante sur le marché des hypothèques; et plus récemment, des compagnies de finance ont jugé rentable de former des services ou des filiales spécialisées dans le prêt hypothécaire. Ces nouveaux prêteurs ont parfois vigoureusement concurrencé les compagnies d'assurance-vie et les compagnies de fiducie et de prêts hypothécaires qui autrefois étaient les seules institutions prêteuses sur ce marché.

Sur un autre marché de prêts, celui des prêts aux particuliers, les banques ont depuis 1957 augmenté à tel point leur volume d'affaires qu'elles sont maintenant les plus gros prêteurs de ce marché où les compagnies de finance avaient fait œuvre de pionniers. Concurrément, les credit unions et—dans une moindre mesure—les caisses populaires ont pourvu de plus en plus aux besoins financiers de leurs membres, se substituant ainsi aux compagnies de finance ainsi qu'aux compagnies de petits prêts qui se spécialisent dans les prêts en argent. Face à l'envahissement de leur domaine par ces concurrents, les compagnies de finance ont multiplié leurs affaires de prêts commerciaux, principalement dans le domaine du financement à moyen terme que les banques ont plutôt négligé à cause de leurs traditions ou des restrictions auxquelles elles sont soumises. Les banques demeurent encore la source principale de prêts à court terme pour les entreprises, mais elles ont ressenti les conséquences du développement du marché du papier d'entreprises sur leurs affaires avec leurs gros emprunteurs, y compris les compagnies de finance elles-mêmes.

Les institutions ont aussi envahi plus agressivement leurs marchés respectifs pour obtenir leurs fonds. Les compagnies de fiducie et de prêt, les credit unions et les caisses populaires ont augmenté leurs dépôts en offrant des services pratiquement identiques à ceux des banques à charte et des banques d'épargne. En plus d'offrir leurs services de dépôts transférables par chèques ou à demande, les compagnies de fiducie et de prêt font concurrence aux banques pour obtenir des dépôts à terme en offrant des taux d'intérêt attrayants. Les banques ont réagi devant ces pressions et devant la concurrence du papier des compagnies de finance et des entreprises en haussant leurs taux sur certains de leurs dépôts à préavis.

Ces exemples de changements survenus récemment reflètent une situation très concurrentielle qui a accru l'efficacité du système financier et donné à la collectivité de meilleurs rendements sur ses capitaux et un abaissement des coûts des services financiers qu'elle reçoit. En même temps, on doit reconnaître que, devant cette situation, la réglementation et la surveillance de certaines des institutions qui prennent des dépôts se révèlent insuffisantes. En outre, les banques n'ont pas toujours livré vigoureusement concurrence sur une base de taux, et les banques comme d'autres institutions n'ont pas créé de nouveaux instruments d'emprunt et de prêt aussi rapidement parfois qu'il l'aurait fallu. Comme nous l'avons soutenu au chapitre 7, cette situation reflète en partie les handicaps que la loi impose aux banques lorsqu'il s'agit de faire concurrence pour obtenir des fonds: taux d'intérêt plafonnés à 6 p. 100 et interdiction de placer en hypothèques ordinaires qui donnent des rendements relativement élevés. Il faut ajouter que ces facteurs ont aussi gêné le marché des prêts à terme aux entreprises, notamment aux petites; on peut en dire autant des interdictions de faire certains genres de prêt commercial qui s'appliquent à d'autres institutions qui émettent des créances à court terme. En outre, comme nous l'avons déjà fait remarquer, le marché hypothécaire a été sensible-

ment affecté par l'interdiction faite aux banques d'y entrer.

Nous ne voudrions pas exagérer l'influence de ces lois pour restreindre les services fournis par le système financier ou pour diminuer la concurrence dans certains secteurs des marchés, mais il est évident que la législation a eu ce genre d'effet. Et même ces effets auraient été plus sérieux si la législation bancaire avait été interprétée autrement, par exemple, si on avait empêché les institutions para-bancaires de solliciter des dépôts, et si on avait empêché les banques de prêter aux particuliers à des coûts effectivement supérieurs à 6 p. 100 et de placer des fonds dans des entreprises qui font des prêts commerciaux ou hypothécaires à des taux plus élevés. Le chevauchement toujours plus grand des fonctions des institutions qui font affaires à court terme, et la concurrence plus vive qui en a résulté, constituent une évolution saine et logique; mais cette évolution demande maintenant que l'on revise ces lois rédigées pour convenir à un stade antérieur de l'histoire des institutions, si l'on veut les harmoniser avec les progrès du marché et les besoins du pays. Les banques et les institutions dites para-bancaires font maintenant des affaires de nature essentiellement semblable; pourtant elles sont régies par une variété de lois fédérales et provinciales fort différentes, qui gênent à certains égards une saine concurrence et qui les empêchent de servir le public aussi bien qu'elles le pourraient.

Il convient ici de récapituler brièvement la situation actuelle au Canada en matière de lois et de réglementation. L'article 91 de l'Acte de l'Amérique du Nord britannique donne au gouvernement fédéral le pouvoir exclusif de réglementer le numéraire et la frappe de la monnaie, le commerce bancaire, la constitution des banques et l'émission du papier-monnaie, les banques d'épargne, les lettres de change et les billets à ordre, l'intérêt, et le cours légal. Toutefois, le commerce bancaire n'est défini ni dans l'Acte ni dans aucune autre loi; et le gouvernement a adroitement contourné ce problème en définissant les banques comme étant les institu-

tions énumérées à l'annexe A de la Loi sur les banques et en désignant les deux banques d'épargne dans la loi qui les concerne. L'Inspecteur général des banques nous a cité plusieurs procès où les termes «banque» ou «opérations de banque» ont été mis en question, mais cette jurisprudence ne fournit non plus aucune définition précise. En autant que nous sachions, le Canada ne se trouve pas seul dans cette situation, car nous n'avons rencontré de définition précise de la banque dans les lois d'aucun pays: à cause des problèmes que peut créer le choix d'une définition limitée, la législation de certains pays s'applique indistinctement à toutes les «institutions de crédit» y compris les banques.

L'origine du régime de réglementation au Canada remonte à quelque cent ans, alors que des gouvernements provinciaux commencèrent à légiférer en matière d'acceptation de dépôts et activités connexes par les compagnies de prêt et de fiducie. L'approbation tacite par le gouvernement fédéral de cette législation provinciale (peut-être en partie à cause de la notion que les opérations bancaires se limitaient à celles des institutions dotées du pouvoir d'émettre des billets au porteur) a eu comme conséquence de faire apparaître un système hétérogène et parfois confus de réglementation. Le gouvernement fédéral régit les banques et les banques d'épargne nommées dans les lois fédérales, quelques compagnies de fiducie et de prêt, et certaines des activités des compagnies de petits prêts. Les provinces réglementent les autres compagnies de fiducie et tout le secteur des credit unions et des caisses populaires à l'exception d'une caisse centrale nationale de création récente (les caisses avaient tenté, au début du siècle, de persuader le gouvernement fédéral de les soumettre à sa réglementation). En outre, certaines institutions financières ne sont régies que par les dispositions générales des lois sur les compagnies, les compagnies de finance et diverses compagnies de dépôt, entre autres. Comme résultat de cette façon de procéder au petit bonheur, nous trouvons des divergences illogiques dans la législation qui empêchent certaines institutions de contri-

buer comme elles le pourraient à l'efficacité du système financier et qui entraînent des inégalités et des insuffisances dans la réglementation et la surveillance d'institutions qui font maintenant affaires avec un large secteur du public.

POUR AMÉLIORER LES CADRES DE LA LÉGISLATION BANCAIRE

On peut prendre le mot banque dans un sens large ou un sens étroit. D'après certaines définitions, ce terme s'appliquerait pratiquement à toutes les institutions sauf celles qui reçoivent l'épargne à long terme, tandis que selon d'autres définitions, il ne désignerait que celles qui émettent des créances transférables par chèques. Toutefois, le fait essentiel c'est que les activités d'emprunt et de prêt des institutions que la tradition canadienne s'est trouvée à faire appeler banques et celles des autres institutions que nous avons pris l'habitude d'appeler autrement sont devenues très semblables et sous certains rapports impossibles à distinguer. Toute distinction entre les différentes institutions qui émettent des créances à court terme contient fatalement une part d'arbitraire; mais il faut légiférer de manière à tenir compte de cette réalité fondamentale que bien des activités de ces institutions, quel que soit leur nom, chevauchent tant dans leurs affaires de prêts que dans leur concurrence pour obtenir des capitaux. Un système bancaire efficace, adapté aux besoins de toutes les classes d'emprunteurs et d'épargnants et qui s'ajuste rapidement à leurs nouvelles exigences, comprendra une grande variété d'institutions de même famille, certaines traitant dans un assez grand nombre de marchés et d'autres spécialisées dans des secteurs plus restreints. Il doit y avoir assez de concurrence entre ces institutions pour que les emprunteurs et les épargnants aient suffisamment de choix, mais nous avons soutenu que c'est en adoptant un régime qui s'applique à tous de façon équitable et qui réduit au minimum les obligations de se spécialiser qu'on atteindra le plus facilement ce but.

La législation de nos banques à charte est généralement bien conçue, mais elle s'applique

actuellement à un groupe trop restreint d'institutions, et elle contient quelques restrictions inutiles pour la protection du public, tout en privant la collectivité de services financiers dont elle a besoin. Compte tenu de ces réserves, nous souscrivons aux principes sur lesquels elle repose. Par conséquent nous recommandons que ce régime d'inspection et de surveillance soit étendu à un groupe plus important d'institutions qui exercent un commerce essentiellement bancaire, dans certains cas sans un contrôle suffisant de l'État. Par contre, nous sommes d'avis que la législation devrait laisser aux institutions bancaires toute liberté d'emprunter et de prêter en obéissant aux tendances du marché et à leurs aptitudes et préférences, sous réserve seulement des limites qu'exigent la protection du public et le bon fonctionnement de la politique financière. Nous exposons dans les deux prochaines sections de quelle manière il faudrait soumettre un groupe plus étendu d'institutions à une législation bancaire uniforme, et quelles seraient les conséquences d'abolir certaines restrictions à leurs activités; puis nous considérons dans une troisième section quelques dispositions législatives qu'il faudrait adopter pour maintenir une concurrence authentique au sein du système bancaire.

(i) *L'extension de la réglementation fédérale en matière bancaire*

Nous reporterons au prochain chapitre la discussion détaillée du problème difficile et fort technique de la définition des opérations bancaires et de la ligne de démarcation, nécessairement arbitraire, qu'il faudra tracer entre les institutions bancaires et les autres institutions. A notre avis toutefois, cette démarcation devrait être moins arbitraire qu'elle ne l'est dans la législation actuelle qui ne s'applique qu'à dix institutions désignées. La définition devrait englober toutes les institutions financières qui émettent des créances à demande, des dépôts à court terme ou transférables, et d'autres créances à court terme de nature bancaire (sous réserve de quelques exceptions précises à formuler plus loin). Elle engloberait ainsi les banques à charte et les banques d'épargne actuelles, de nombreuses com-

pagnies de fiducie et de prêt, quelques autres institutions qui acceptent des dépôts et celles parmi les compagnies de finance qui émettent des créances bancaires autres que celles qui feraient l'objet d'exceptions. Elle engloberait aussi les caisses populaires et les credit unions, mais nous proposons qu'elle ne s'applique qu'aux caisses centrales pour les motifs exposés dans le chapitre 9.

Nous avons conclu que toute institution considérée comme institution bancaire devrait être soumise à la réglementation et à la surveillance de l'autorité fédérale, et qu'on ne devrait pas permettre à une institution qui n'a pas obtenu soit une charte soit un permis de cette autorité de se livrer à des activités bancaires. Les compagnies constituées par les provinces et qui désireraient avoir des pouvoirs bancaires pourraient choisir entre demander au parlement fédéral de leur accorder une charte ou demander aux autorités fédérales un permis pour faire affaires comme une banque; c'est cette dernière formule qu'on utilise dans le cas des prêteurs d'argent constitués en compagnies par les provinces, auxquels la Loi sur les petits prêts s'applique. On pourrait distinguer au début entre les pouvoirs accordés d'une part aux banques à charte et banques d'épargne actuelles et futures, et d'autre part aux institutions bancaires qui n'auraient pas une charte fédérale. Mais ces distinctions seraient probablement transitoires, et dans l'ensemble les deux groupes d'institutions auraient la même liberté pour conduire leurs affaires et seraient soumis à la même réglementation.

Une autre possibilité serait de laisser les institutions libres d'adhérer ou non à la réglementation fédérale, mais d'accorder des privilèges à celles qui accepteraient de s'y soumettre. Malheureusement, les quelques institutions qui ne sont pratiquement soumises à aucune sorte de réglementation en ce moment sont précisément celles qui demeureraient probablement en dehors des cadres de cette réglementation. En fait, les privilèges d'être soumis à une bonne réglementation et de s'appeler «banque» ne sont probablement pas assez puissants pour inciter l'ensemble des institutions bancaires à demander des chartes ou

des permis de l'autorité fédérale. Bon nombre de ces institutions ont déjà le pouvoir d'exercer la plus grande partie du commerce bancaire, en plus de faire certaines affaires qui sont interdites aux banques. Elles ne sentent pas le besoin d'obtenir le privilège d'emprunter à la banque centrale, car elles peuvent compter sur les banques à charte comme prêteurs en dernier ressort; elles ne seront vraisemblablement pas non plus attirées par l'offre d'un régime fédéral d'assurance-dépôt car elles considèrent pour la plupart qu'elles n'en ont pas besoin, et celles qui devraient le moins refuser cette offre auront très probablement des raisons particulières pour ne pas accepter la réglementation qu'un tel régime entraînerait; certaines institutions pourraient être intéressées à faire partie d'un régime de compensation plus avantageux ou moins coûteux pour leurs comptes de dépôts, mais la plupart pourront sans doute continuer de s'entendre avec les banques à charte pour obtenir ce service; enfin la législation fédérale pourrait présenter pour les compagnies de fiducie, de prêts et autres le moyen d'étendre leurs pouvoirs de prêter ou d'emprunter, mais les provinces peuvent également accroître leurs pouvoirs dans tous les domaines qui ne sont pas de la compétence exclusive de l'autorité fédérale. Aussi, même si l'idée d'instituer un régime de réglementation sur une base volontaire est attrayante, ce n'est pas une formule qui paraît appropriée pour améliorer la situation actuellement insatisfaisante.

On pourrait aussi envisager une autre possibilité: donner aux autorités fédérales un pouvoir suspensif de réglementer plus tard l'ensemble des institutions qui font affaires à court terme. Toutefois, nous ne voyons aucun avantage à laisser certaines institutions bancaires en dehors d'un régime de réglementation uniforme sous prétexte que le public n'a jusqu'ici subi que de rares pertes. En outre, le climat d'incertitude que cette solution créerait pourrait avoir des effets subsidiaires néfastes, et certaines institutions seraient tentées de camoufler leurs activités pour éviter la réglementation. Nous en arrivons donc à conclure que la réglementation fédérale devrait être obligatoire pour toutes les institutions privées qui

se livrent à des opérations bancaires, et qu'on devrait interdire d'une façon formelle aux autres institutions de remplir des fonctions de banque, c'est-à-dire d'accepter des fonds du public remboursables sur demande ou à court terme.

Il ne s'impose pas, en vérité il ne faut pas, que la législation et la surveillance fédérales soient tracassières. Dans le prochain chapitre, nous exposerons nos vues sur la nature de cette législation, et nous traiterons de certaines questions comme les coefficients de capital, d'encaisse et de liquidité et leur importance pour assurer la saine gestion des institutions bancaires et leur sensibilité aux mesures monétaires. Ce qui nous intéresse ici, ce sont plutôt les principes de la législation bancaire en matière de placements. L'imposition de nombreux coefficients de bilan ne donne pas grand chose en ce qui concerne la protection du public: des coefficients suffisamment larges pour permettre une certaine souplesse dans les placements n'ont presque pas de signification pratique, et des coefficients trop étroits peuvent gêner à la fois la concurrence et le service du public. La législation actuelle sur les banques à charte a bien fonctionné sans ces restrictions, tandis que celles qui s'appliquent à d'autres institutions, comme les banques d'épargne du Québec et les compagnies de fiducie et de prêt ont dû être relâchées graduellement à mesure qu'elles sont devenues encombrantes. Nous ne voyons par conséquent aucun avantage à en inclure dans le cadre de la loi; il pourrait même y avoir de sérieux inconvénients à le faire.

(ii) *Plafonnement des taux d'intérêt et interdictions en matière d'hypothèques et d'autres prêts*

L'interdiction faite aux banques à charte de consentir des prêts hypothécaires ordinaires et le plafonnement de leurs taux d'intérêt sont les plus sérieuses entraves au libre jeu des forces du marché qui résultent de l'actuelle législation bancaire. En ce qui concerne les autres institutions qui prennent des dépôts, les restrictions imposées aux compagnies de fiducie et de prêts en matière de prêts ordinaires aux entreprises et aux particuliers sont les plus importantes; les restrictions

imposées aux caisses populaires et aux credit unions en matières de prêts commerciaux sont de moindre importance étant donné la nature particulière des besoins financiers de leurs membres. Nous avons déjà montré qu'il n'y a aucune raison de croire que pour une banque, le fait de placer une proportion raisonnable de ses fonds en hypothèques puisse compromettre sa situation financière et la sécurité des fonds des déposants. En outre, l'entrée des banques à charte sur le marché des hypothèques ordinaires à l'habitation contribuerait beaucoup à améliorer ce secteur du marché des capitaux. Le droit de prêter sur garantie hypothécaire permettrait aussi aux banques d'améliorer leurs services aux emprunteurs commerciaux, en particulier aux petites entreprises. Voilà des arguments de poids en faveur de la levée de l'interdiction.

Le plafond de 6 p. 100 du taux d'intérêt bancaire est une source de rigidité indésirable dans le système financier et il embarrasse et fausse les mécanismes des marchés. Il affecte aussi de façon arbitraire la position concurrentielle des institutions et leur capacité de bien servir la collectivité, ce qu'on ne prévoyait pas lorsque ce plafond fut d'abord introduit puis modifié par le législateur. Nous recommandons son abolition quoi qu'on puisse décider concernant le reste de la législation. Ce plafond est paralysant pour les banques, car il les empêche souvent de consentir des prêts sur lesquels il faut demander un taux plus élevé pour couvrir les risques et les frais d'administration. Cela fait évidemment du tort aux banques; mais ce qui est plus grave c'est que ce plafond nuit à certains emprunteurs, les petites entreprises par exemple, qui sont obligées pour trouver des fonds de se tourner vers d'autres prêteurs qui exigent des taux bien supérieurs à ceux que les banques demanderaient si elles étaient libres à ce sujet. Comme nous l'avons déjà signalé, c'est seulement sur le marché des prêts à tempérament aux particuliers que les banques ont pu faire concurrence (et elles ont sensiblement amélioré les conditions de ce marché et fait baisser le coût moyen des prêts), parce que les autorités ont autorisé une pratique que

certaines pourraient considérer comme allant à l'encontre de l'esprit de la loi. Ceci toutefois n'est pas un argument pour obliger les banques à sortir de ce champ d'activité, mais plutôt pour amender une loi désuète.

La distortion du marché créée par ce plafond se fait particulièrement sentir pendant les périodes de restrictions de crédit où les banques sont empêchées d'élever leurs taux sur les prêts et sur les dépôts au niveau que dicte le marché. Pendant ces périodes, elles ne peuvent entrer en concurrence sur un pied d'égalité avec les autres institutions pour obtenir des fonds, et elles n'ont ainsi d'autre choix que de rationner leurs prêts en appliquant des règles arbitraires. Ce qui complique leur problème, c'est le fait que les emprunteurs accourent aux banques, parce que leurs taux demeurent artificiellement attrayants tandis que ceux des autres institutions montent. Nous ne voulons pas prétendre que le libre jeu des taux d'intérêt supprimerait tout besoin de recourir à quelque forme de rationnement des crédits en plus d'en augmenter le coût—en fait les autres institutions qui fixent librement leur taux d'intérêt tiennent compte aussi d'autres facteurs dans le choix de leurs placements—mais une échelle de taux librement établie susciterait des réactions plus rationnelles aux fluctuations du marché².

Il y a trois raisons plausibles pour justifier le maintien d'un plafond de l'intérêt bancaire: il faciliterait le contrôle du système par les autorités monétaires; il protégerait les autres institutions contre une concurrence nocive; il prévendrait l'exploitation des petits emprunteurs mal informés. Nous avons déjà admis que le plafond entraîne un resserrement marqué du crédit ban-

² La fixation d'un taux maximum sur les dépôts, pratiquée dans certains autres pays, empêche également les institutions réglementées de livrer librement concurrence sur le marché des capitaux et procure aux institutions non réglementées un avantage pour obtenir des capitaux. Cela conduirait à de nouvelles distortions du marché et ne contribuerait guère à la solidité des banques. Il est intéressant de noter que la hausse récente du taux d'intérêt maximum pour les dépôts à terme aux États-Unis a eu pour effet de provoquer une chute des taux d'intérêt à long terme et sur les hypothèques parce que les institutions ont pu attirer plus de fonds et les utiliser d'une façon active sur ces marchés.

caire lorsque les autorités font monter les taux du marché au-dessus du plafond, mais on peut douter que ce soit là un moyen utile de restreindre le volume des crédits et de la dépense. Le principal effet du plafond est de détourner les courants de crédits vers des voies qui échappent à l'influence immédiate des autorités. De plus, l'effet du plafond sur ceux qui ne peuvent obtenir de crédit que des banques est émoussé par les autorités elles-mêmes qui pressent les banques de restreindre moins sévèrement le crédit à ces emprunteurs qu'à ceux qui peuvent s'adresser à d'autres sources. Nous discuterons plus en détail des techniques de contrôle monétaire au chapitre 22, mais on peut dire déjà que la fixation d'un taux d'intérêt maximum est une technique injuste et aléatoire pour contrôler les conditions de crédit, et qu'il existe de meilleurs moyens pour réduire directement les prêts bancaires, si cela s'avérait nécessaire.

Aucune des principales classes d'institutions rivales ne s'oppose à la suppression du plafond de 6 p. 100 sous prétexte que cela affecterait outre mesure leur position concurrentielle; la plupart d'entre elles, en fait, en ont recommandé la suppression pour des raisons de justice. Même si ces institutions avaient raisonné autrement, nous n'aurions pas pensé que l'intérêt public demande de préserver les prêteurs à taux plus élevé d'une concurrence efficace. La suppression du plafond de 6 p. 100 intensifierait sûrement la concurrence et amènerait graduellement les banques à modifier sensiblement leurs politiques de prêt de façon souhaitable. Cependant ces modifications ne seraient probablement ni soudaines ni saisissantes; mais on les verrait presque certainement ouvrir l'éventail de leurs taux et faire leurs prêts à court terme bien garantis à des taux peu élevés—peut-être moins élevés qu'actuellement pour faire face à la concurrence du marché monétaire. Par contre, elles demanderaient plus de 6 p. 100 sur leurs prêts plus risqués ou à plus longs termes, mais elles demanderaient moins que certains prêteurs actuels. Lorsque les taux du marché seraient en hausse, les banques élèveraient sans doute leurs propres taux, mais le jeu de la concurrence et les taux plus élevés qu'elles devraient elles-mêmes

payer pour obtenir des fonds modéreraient la tendance à la hausse de leurs profits et limiteraient donc le volume d'affaires additionnelles qu'elles pourraient atteindre.

Nous croyons plus valable l'argument suivant lequel l'emprunteur non informé devrait être protégé contre le danger d'être exploité en payant des taux hors de proportion avec le coût et le risque impliqués. Toutefois, nous avons montré que fixer des plafonds trop bas n'a d'autre résultat que d'arrêter les courants réguliers de crédit et de conduire ces emprunteurs vers des prêteurs non surveillés qui demandent souvent des taux excessifs. La législation actuelle sur les taux des prêts aux particuliers est à certains égards insuffisante; nous pensons que tous les prêteurs d'argent, et pas seulement les compagnies de petits prêts et les prêteurs d'argent enregistrés, devraient être soumis à des règlements qui leur interdisent de demander des taux excessifs tout en leur permettant de réaliser un profit raisonnable. Les banques devraient être soumises à cette réglementation comme les autres prêteurs; le détail de nos recommandations en ce domaine est remis au prochain chapitre.

On a soutenu devant nous que si on donnait à toutes les institutions la liberté d'entrer sur les marchés dont elles ont été exclues, la possibilité qu'auraient alors les banques à charte d'entrer sur le marché hypothécaire leur donnerait un avantage écrasant étant donné leurs dimensions, leur puissance financière, le nombre de leurs succursales et leur désir d'expansion. En fait, si les banques actuelles devaient augmenter sensiblement leur part des affaires de finance en grossissant ou en achetant des compagnies existantes, le système financier pourrait devenir trop concentré et la concurrence s'en trouver affaiblie, ce qui ferait manquer le but principal que l'on vise en supprimant les restrictions actuelles.

On doit se rappeler d'abord que l'essor des banques à charte n'est pas en fait aussi rapide que celui de leurs concurrents, en partie à cause de leur propre attitude vis-à-vis la concurrence, et en partie à cause des handicaps que leur imposent le plafond de 6 p. 100, l'interdiction de consentir des prêts hypothécaires et la petite

perte de revenus que leur fait subir leur quota d'encaisse et de liquidité. Il en est résulté que les clients des banques et ceux qui auraient pu emprunter des banques ont dû se passer de crédit ou en trouver ailleurs à des taux plus élevés. Dans ces circonstances, d'autres institutions ont profité d'une certaine protection contre la concurrence des banques, et la collectivité a payé le prix de cette protection sous forme de taux moyens d'emprunt plus forts et de taux sur les dépôts plus faibles que ceux qui se seraient autrement établis dans l'ensemble du système financier.

Nous ne sommes pas convaincus toutefois que les autres institutions se sont développées plus rapidement que les banques seulement parce qu'elles étaient partiellement à l'abri de la concurrence pour certaines de leurs affaires. Leur succès est dû en bonne mesure à leurs propres propension et aptitude à expérimenter, innover, étendre et réorganiser leurs opérations, et s'introduire sur de nouveaux marchés selon l'évolution des besoins. Malgré les restrictions auxquelles elles sont aussi soumises—par exemple celles qui empêchent les compagnies de prêts et de fiducie de concurrencer les banques dans le secteur attrayant des prêts aux particuliers et celles qui empêchent les compagnies de finance de réduire les coûts de leurs capitaux en prenant des dépôts du public—ces institutions ont trouvé le moyen de réussir. Cet esprit d'initiative leur permettra de s'adapter à la nouvelle concurrence et à profiter des possibilités qui leur seront offertes.

Ni ces institutions ni les banques ne s'adapteront toutes rapidement ou de la même manière à la levée de ces interdictions. Les banquiers nous ont dit qu'ils réagiraient de différentes manières à la levée des restrictions actuelles et que la nature de leurs opérations ne changerait pas du jour au lendemain. Il se produirait sans doute une augmentation souhaitable des prêts hypothécaires à terme aux petites entreprises, et les banques commenceraient aussi à faire des prêts hypothécaires ordinaires à l'habitation, mais il est peu probable qu'elles changeraient l'orientation de leurs placements d'une manière radicale au point d'abandonner leurs clients em-

prunteurs actuels. De plus, si elles veulent s'établir sur le marché des hypothèques à l'habitation, elles devront s'organiser pour prêter de façon continue, même si le volume de leurs prêts pourra naturellement varier. C'est pourquoi il est peu probable que le volume de prêts hypothécaires des banques fluctue aussi violemment que l'a fait celui de leurs prêts de la L.N.H. lorsque les taux hypothécaires dépassèrent 6 p. 100. A part le fait qu'elles hésiteraient à susciter le mécontentement par de profonds et soudains changements dans leurs activités de prêt, il leur faudra du temps pour adapter la formation de leur personnel et leur organisation administrative aux nouvelles conditions. Il ne faut pas exagérer les difficultés qu'elles rencontreront pour faire cette adaptation, car elles ont déjà acquis de l'expérience comme prêteurs de la L.N.H., et quelques-unes d'elles entrent actuellement de manière indirecte dans le champ du prêt hypothécaire ordinaire par le truchement de compagnies associées. Il reste que les institutions actuelles de prêts hypothécaires auraient du temps pour se préparer à la nouvelle situation, et celles qui le désirent pourraient prendre les mesures nécessaires pour entrer dans de nouveaux secteurs d'activité, comme les prêts aux particuliers et les prêts commerciaux, qui leur ont été fermés jusqu'ici.

Il faut cependant reconnaître que personne ne peut être assuré de l'ampleur ou de la rapidité des changements qui pourraient résulter de l'abolition de cette prohibition de prêter sur hypothèques. Il est sûr que l'économie aurait avantage à ce que les banques augmentent sensiblement leurs prêts de la L.N.H. grâce à la suppression du plafond de 6 p. 100, et à ce qu'elles augmentent leurs prêts à terme, surtout aux petites entreprises, grâce à la suppression et du plafond et de l'interdiction de prêter sur hypothèques. Nous pensons également que l'entrée des banques sur le marché des hypothèques ordinaires à l'habitation améliorerait beaucoup les services offerts sur ce marché. Mais s'il était démontré que l'entrée des banques dans ce domaine affecterait si soudainement les autres prêteurs qu'elle mettrait en péril l'objectif à longue portée de favoriser la formation d'un

groupe plus nombreux d'institutions bancaires solides, on pourrait fixer quelque limite transitoire au taux annuel d'accroissement des prêts hypothécaires ordinaires à l'habitation consentis par les banques à charte actuelles. Une telle limite temporaire devrait tenir compte de la situation différente de chaque banque. Par exemple, une limite exprimée sous forme de pourcentage de l'actif pourrait restreindre les petites banques au point de les empêcher de faire affaires en volume suffisant pour en défrayer les coûts; on pourrait donc fixer cette limite en chiffres absolus ou en pourcentage de l'actif, selon la plus élevée de ces limites. Il ne sera pas facile de trouver une formule assez souple pour tenir compte de l'évolution de la situation et des besoins du marché des hypothèques d'une année à l'autre tout en accordant quelque protection aux institutions prêteuses durant la période de transition. Malgré tout, même si nous entretenons des doutes sur le principe comme sur les possibilités d'application de ce genre de restrictions, on pourrait établir quelque forme de réglementation temporaire s'il était fortement démontré que la qualité de la concurrence au sein du système financier courrait autrement de grands périls à longue portée.

Peu importe si on a recours ou non à ce genre de mesures de transition, certaines banques et autres institutions trouveront sans doute avantageux de se spécialiser dans tel ou tel domaine où leurs aptitudes et leur organisation leur donneront certains avantages. En fait, la création par les lois actuelles de secteurs partiellement circonscrits dans le marché des capitaux n'a pas été sans favoriser cette diversification. Dans le secteur des compagnies de fiducie, certaines compagnies se sont montrées très compétitives pour les dépôts et les fonds à court terme et ont développé leurs activités sur le marché monétaire, tandis que d'autres se sont concentrées plus exclusivement sur l'emprunt à plus long terme et sur le placement hypothécaire. Les compagnies de finance se sont, à des degrés divers, livrées à de nouvelles opérations comme les prêts pour fins d'immobilisations, le prêt-bail, les prêts commerciaux et le factorat financier autant qu'aux

prêts aux particuliers. Les affaires des credit unions, comme nous l'avons vu, prennent diverses formes, selon les circonstances locales et leurs propres préférences. Il est probable que cette tendance à la diversification ira en s'accroissant. En fait, on pourrait s'attendre à ce qu'elle atteigne les banques elles-mêmes qui ont jusqu'ici toutes eu tendance à suivre une orientation semblable. Dans un contexte différent de celui qui règne présentement, certaines banques pourraient offrir un service financier «complet» tandis que d'autres concentreraient davantage leur attention sur des genres d'affaires particuliers, car une banque qui cherche à entrer en concurrence sur tous les marchés peut se trouver incapable de donner un aussi bon service à la clientèle que des institutions qui s'occupent plus directement de certains de ses besoins spécifiques.

On ne peut contester qu'il y a des avantages, dans le commerce bancaire comme ailleurs, à être gros et à pouvoir offrir des services spécialisés en plusieurs domaines. Mais la grosseur crée aussi des inconvénients, et nous ne partageons pas l'opinion suivant laquelle les banques seraient nécessairement avantagées par leurs grandes dimensions. Cela n'a pas été le cas au sein même des banques à charte, car celles-ci se sont développées à des rythmes très différents et les plus grosses n'ont pas toujours été celles qui se développaient le plus rapidement. Les banques, comme les autres organismes, deviennent de plus en plus difficiles à administrer efficacement à mesure qu'elles grandissent, car il devient moins facile alors de concilier le besoin d'une coordination étroite entre tous les services avec la flexibilité nécessaire pour saisir les occasions et en tirer rapidement profit. Il est sans doute avantageux pour les grandes entreprises de faire affaire avec une banque qui peut facilement leur fournir les gros crédits dont elles peuvent avoir besoin. Nous avons nettement l'impression, toutefois, que les gros clients ne sont pas nécessairement les plus profitables, car ils peuvent exercer, et ils exercent en fait, de fortes pressions lorsqu'ils marchandent avec les banques. De toute façon, il n'y a aucun motif qui puisse empêcher les banques moins importantes et les autres institu-

tions de faire concurrence avec succès dans tous les autres genres d'opérations: elles peuvent même s'occuper de gros comptes en se les partageant. L'état des recettes et des dépenses des différentes classes d'institutions fournit certaines indications quant à leur capacité probable de faire face à de nouvelles pressions concurrentielles. Après avoir défrayé leurs dépenses administratives, les banques à charte avaient en 1961 des revenus équivalents à 2.80 p. 100 de leur actif pour payer l'intérêt sur leurs dépôts, leurs impôts, leurs pertes et les dividendes à leurs actionnaires. C'est un taux de profit assez proche de celui des caisses populaires, qui fournissent leurs services financiers le plus économiquement dans l'ensemble, mais c'est beaucoup moins que celui des compagnies de fiducie, de prêt et de finance. Par ailleurs, le coût des fonds empruntés était sensiblement plus bas pour les banques que pour les autres institutions. Leurs profits nets après impôts en proportion de leur actif étaient quelque peu inférieurs à ceux des compagnies de fiducie, de prêts et de finance, quoique à peu près au même niveau que celui des caisses populaires. Il semblerait que les compagnies de fiducie, les

compagnies de prêts et les compagnies de finance sont en état d'affronter une plus vive concurrence des banques grâce à leurs profits nets après impôts un peu plus élevés. La création de nouveaux services entraînerait, bien entendu, une hausse des frais d'administration des compagnies de fiducie et de prêt, mais celles-ci seraient aussi libres de faire certains placements très rentables qui leur sont actuellement interdits.

L'impression que les autres institutions peuvent concurrencer les banques avec succès est renforcée par le fait que le faible coût de leurs capitaux empruntés—1.69 p. 100 de l'actif—est une moyenne des coûts de leurs comptes courants, sur lesquels elles ne versent aucun intérêt exprès, de leurs comptes d'épargne personnels qui leur coûtaient une moyenne de 2.32 p. 100 en 1961, et de leurs plus gros dépôts à terme sur lesquels le taux moyen était de près de 4 p. 100. Pour les raisons exposées au chapitre 7, les banques ne peuvent pas s'attendre à augmenter très rapidement leurs emprunts les moins coûteux, les comptes courants, mais elles devront plutôt hausser leurs taux sur les dépôts portant intérêt et même inventer de nouveaux types de

COEFFICIENTS FINANCIERS DIVERS
(exercices financiers 1961)

	Banques à charte	Banques d'épargne du Québec	Compagnies de fiducie	Compagnies de prêts hypothécaires	Caisses populaires	Compagnies de finance
<i>En pourcentage de l'actif total:</i>						
Revenu brut.....	5.12	5.16	8.52 ^a	6.79	5.08	9.68 ^b
Salaires et autres frais d'administration.....	2.32	1.94	3.42 ^a	1.20	2.19	2.74 ^b
Net.....	2.80	3.21	5.10	5.58	2.81	6.94
Service des emprunts.....	1.69	2.26	3.48	3.58	2.34	3.69
Net, après impôts et autres provisions.....	.45	.39	.87	1.14	.55	1.39
Rendement sur le capital ^c	8.8%	9.0%	10.6%	8.3%	n.d.	11.0%

^aComprenant les revenus et les frais découlant de l'administration de comptes de successions, de fiducies et d'agences.

^bNet de certains frais d'acquisition s'élevant entre 1 p. 100 et 1½ p. 100 de l'actif.

^cLes réserves générales pour éventualités des banques à charte et des banques d'épargne ne sont pas considérées comme partie du capital pour les fins de ce calcul.

comptes si elles ne veulent pas se laisser dépasser par les autres. Il est donc probable que le coût des nouveaux fonds pour les banques se rapprochera davantage de celui que supportent les autres que ce que le tableau indique, surtout si l'on tient compte du fait que les autres n'ont pas toujours eu pleinement recours au marché à court terme et aux emprunts par dépôts. De plus, si les autres institutions commencent à offrir des facilités d'emprunt semblables à celles qui permettent actuellement aux banques d'attirer certains fonds, elles peuvent s'attendre à voir le nombre de leurs déposants augmenter.

Les marges de profits nets après impôts sont restées assez stables pour chacun des principaux groupes d'institutions en pourcentage de leur actif global respectif, sauf qu'il y a eu quelque signe d'amenuisement récemment dans le cas des marges des compagnies de prêt et de fiducie. Mais la structure du capital de certaines institutions s'est modifiée: les banques ont accru leur capital de participation tandis que les compagnies de prêt et de fiducie ont réduit leurs coefficients de capital, lesquels se tenaient autrefois à des niveaux très élevés, même si leurs comptes de capital se sont accrus en chiffres absolus. Actuellement, les capitaux de participation, tels que publiés, représentent plus de 5 p. 100 du total des fonds des banques à charte, environ 10 p. 100 des fonds «bancaires» des compagnies de fiducie et environ 15 p. 100 de ceux des compagnies de prêts hypothécaires. Le taux de rendement tel que publié sur le capital des banques à charte a baissé du niveau de 11 ou 12 p. 100 auquel il se maintenait ordinairement durant les années '50 à 8.8 p. 100 en 1961 et à 9.9 p. 100 en 1962, alors que le rendement sur le capital des compagnies de fiducie a dépassé maintenant celui des banques à charte; le rendement qu'obtiennent les compagnies de prêts hypothécaires reste cependant un peu inférieur. En supposant que l'on n'imposerait plus de coefficient minimum de capital aux compagnies de prêt et de fiducie, comme nous le recommanderons dans le prochain chapitre, il semble que ces compagnies

n'auraient pas de difficultés ni à attirer de nouveaux fonds ni à opérer avec profit.

Nous n'avons pas l'intention de faire croire par ces commentaires que la levée des restrictions imposées aux banques et à leurs concurrents n'améliorerait pas la position concurrentielle des banques. Même si les banques utilisaient la liberté qu'on leur accorderait de prêter aux taux qu'elles choisiraient de manière à diminuer leurs taux dans certains cas autant qu'à les élever dans d'autres, et même si elles entraient plutôt lentement dans le marché des prêts hypothécaires ordinaires, il est certain que leur revenu brut s'accroîtrait progressivement. Cela leur permettrait de porter le coût des taux plus élevés sur les dépôts qu'elles devront offrir afin d'obtenir des fonds additionnels. Dans tous les cas, les banques, tout comme les autres institutions, ne peuvent augmenter leur part du marché, dans une situation concurrentielle, qu'en offrant en proportions variables un meilleur service, des taux plus faibles aux emprunteurs ou des taux plus élevés aux épargnants que ce qui est offert ailleurs. L'ensemble de la collectivité ne peut que bénéficier d'une concurrence plus ouverte, et c'est cet avantage collectif plutôt que le confort d'un groupe quelconque d'institutions que l'on doit rechercher.

(iii) *Pour favoriser et maintenir la concurrence dans le système bancaire*

La vigoureuse concurrence qui a accru l'efficacité et l'esprit d'initiative du système financier canadien se retrouve à l'échelle mondiale. Tout laisse penser que cette tendance va se maintenir, quand ce ne serait qu'à cause de l'intensification de la concurrence au plan international dans toutes les sphères de la finance. Les capitaux autant que les idées concernant leur mise en œuvre circulent à travers l'occident à un rythme jamais égalé dans le passé. Les mesures que nous proposons en vue de libérer nos institutions des contraintes juridiques ont pour objet de conserver et d'enrichir ce climat de concurrence au Canada.

On doit se rappeler par contre qu'une situation de concurrence est inconfortable et que les

hommes d'affaires, quels que soient les succès qu'ils y obtiennent, sont inclinés à chercher des abris contre elle. On doit donc être attentif à déceler toute tendance qui pourrait réduire la concurrence ou en menacer la vitalité. Il existe deux domaines sur lesquels nous devons attirer l'attention et où nous avons des recommandations à présenter, premièrement celui des ententes qui limitent la concurrence entre les institutions financières, et deuxièmement celui de la concentration du système financier.

Les principales des ententes entre institutions financières sont celles qui portent sur les taux d'intérêt payés et perçus par les banques à charte. Le commerce bancaire est à bien des égards une branche d'activité très compétitive caractérisée par un effort continu pour améliorer les services offerts à la clientèle. Du côté des prêts, cette concurrence porte principalement sur la grosseur et la durée des crédits que chaque banque est prête à offrir; mais il est indéniable que de ce côté comme dans les affaires de dépôts, la concurrence sur les prix entre les banques est fortement entravée. Il ne semble pas que ces ententes aient eu pour résultat d'assurer aux banques des tarifs trop élevés. Mais les ententes qui couvrent les taux d'emprunt et de prêts sont indésirables de toute façon parce qu'elles contribuent à la rigidité des taux et qu'elles entravent les initiatives. Nous avons déjà noté que les taux bancaires sur les prêts et les dépôts ont été assez rigides et plutôt insensibles aux changements dans les conditions de crédit. Ces barèmes rigides de taux ont aussi retenu les banques de s'engager dans de nouvelles voies, comme par exemple d'offrir une plus grande variété de comptes d'épargne aux particuliers. Ces ententes ne constituent pas la seule explication du fait que les banques ont perdu du terrain au profit de leurs rivaux—le plafond des taux d'intérêt et l'interdiction de prêter sur hypothèques ont été des facteurs plus importants—mais elles y ont probablement contribué. Elles sont mauvaises pour les banques comme pour leurs clients, ce qui fait une autre raison pour les interdire. A plus forte raison faudra-t-il les interdire si on abolit le plafond de 6 p. 100 sur les intérêts bancaires.

Dans la mesure où les lois peuvent le faire, elles devraient empêcher la propagation de pratiques et d'ententes qui freinent la concurrence et, à cette fin, nous croyons que certaines interdictions devraient être inscrites dans la loi. En premier lieu, nous recommandons qu'on interdise toute entente entre institutions bancaires qui affecterait les termes et les conditions d'emprunt ou de prêt, sauf si elle reçoit l'approbation expresse du Ministre des Finances. Bien qu'il soit pratiquement impossible d'empêcher les membres d'un milieu financier assez restreint de discuter de sujets d'intérêt commun, l'habitude de s'entendre formellement ou tacitement peut et doit cesser. En autant qu'on peut en juger, les ententes sur les taux ne servent nullement le bien public. On prétendra peut-être que les taux seront extrêmement instables et incertains à moins d'ententes; mais l'expérience aux États-Unis, où ce genre d'entente n'est pas permis, n'indique pas qu'il y ait à craindre des difficultés de cette nature. Les taux d'emprunt et de prêt auront tendance à s'uniformiser sous l'effet de la concurrence; mais on devrait s'attendre à ce que les institutions bancaires, si elles prennent chacune leurs décisions, adoptent une échelle plus étendue de taux d'intérêt et qu'elles la revisent plus fréquemment pour suivre les tendances du marché. L'interdiction devrait aussi couvrir les ententes qui entravent directement la concurrence dans le domaine des prêts, comme l'entente de ne pas s'enlever de comptes que les banques ont conclue dans les périodes de restriction de crédit, ou comme d'autres accords concernant le coût des prêts. Si l'intérêt public demandait à certains moments que l'on fasse des ententes de cette sorte, on pourrait en conclure avec l'approbation expresse du Ministre.

Nous n'avons pas une opinion bien arrêtée en matière d'ententes sur les pratiques et les honoraires pour les services courants. Elles ont aidé à uniformiser les normes de service et n'ont pas été employées pour imposer des frais trop élevés; mais on peut se demander si on n'aurait pas pu obtenir les mêmes résultats sans faire d'ententes. De toute façon, nous recommandons que l'on communique à l'Inspecteur général le texte de

toute entente de cette nature, et ce dernier devrait porter à l'attention du Ministre tous les cas où il juge que les accords conclus vont à l'encontre de l'intérêt public. La législation devrait donc accorder au Ministre des pouvoirs bien définis lui permettant de mener enquête, d'émettre des injonctions et de prendre toute autre mesure nécessaire pour empêcher que l'on fasse des ententes indésirables.

En ce qui concerne la concentration au sein du système financier, nous nous y intéressons surtout parce qu'elle affecte l'intensité de la concurrence. En certains domaines, la concentration est assez poussée: à l'intérieur de plusieurs des classes d'institutions financières que nous avons étudiées, une grande partie des affaires est aux mains d'un nombre restreint de firmes. De plus, il existe des liens, qui se sont beaucoup resserrés ces dernières années, entre institutions de classes différentes; les associations entre banques à charte et compagnies de fiducie en sont le cas le plus notable. Nous n'avons rien constaté qui indiquerait que cette concentration a réduit la concurrence; en vérité, la situation d'ensemble montre que la concurrence s'intensifie. Nous ne voyons pas non plus d'objection pratique au fait que les institutions soient souvent grosses et continuent de grossir. Parfois, sinon toujours, les maisons ont besoin d'être importantes pour être efficaces et pour affronter les forces croissantes de la concurrence qui origine outre-frontières. Et c'est plus souvent le cas, dans notre monde de calculatrices et de spécialistes avec ses lourds frais généraux, que ce l'était autrefois.

Néanmoins, les récentes tendances peuvent faire présager des difficultés. On se rappellera que chacune des banques a maintenant d'étroites relations avec une compagnie de fiducie, sous forme d'administrateurs conjoints ou de contrôle effectif du capital-actions ou des deux. Des banques ont récemment acquis des intérêts dans des compagnies de prêts hypothécaires, une compagnie d'assurance-hypothèques, une société d'investissement, ou dans des entreprises qui font des prêts à terme. Ces liens se sont développés en partie à cause des restrictions de la Loi sur les

banques qui les empêchent de faire affaires dans les domaines en expansion des prêts à terme ou hypothécaires et qui réduisent donc leurs moyens d'offrir assez à leurs déposants pour conserver la même proportion des dépôts qu'autrefois. Si on adopte nos recommandations à ces sujets, les banques ne sentiront plus autant la nécessité de prendre des participations dans d'autres entreprises financières.

En prévision de cela, et afin d'éviter que la concurrence soit affaiblie en laissant les institutions existantes acheter leurs concurrents et réduire, sans nécessité, le nombre des institutions indépendantes qui servent le public, nous recommandons d'étendre la portée de la législation bancaire actuelle concernant les acquisitions d'actions et les fusions, et que la loi restreigne aussi la possibilité d'avoir des administrateurs communs.

Les banques à charte—c'est-à-dire les huit banques actuelles et toute autre institution qui obtiendra une charte complète de banque par loi du parlement—devraient continuer d'être privées du droit de posséder les actions les unes des autres³. Les banques d'épargne et les autres institutions bancaires qui devront obtenir un permis fédéral pour exercer un commerce bancaire, quelles que soient les lois en vertu desquelles elles sont constituées ou réglementées, ne devraient pas avoir le droit de faire des placements, directement ou indirectement⁴, dans les actions d'une autre institution bancaire (banque à charte, banque d'épargne ou banque autorisée en vertu d'un permis), à moins que le conseil du Trésor ne l'ait permis; la même règle s'appliquerait aux placements des banques à charte dans

³ L'article 75 (2)(c) stipule que «la banque ne doit ni directement ni indirectement acquérir ou négocier des actions du capital social de la banque ou de toute autre banque ou de prêter de l'argent ou de consentir des avances sur la garantie desdites actions.»

⁴ Toute limitation des placements en actions devrait s'appliquer aux placements faits par une filiale ou une compagnie affiliée (incluant une société-mère), par un groupe d'administrateurs, ou par la caisse de retraite de l'institution. Elle devrait aussi s'appliquer à toute forme de convention qui a pour effet de donner à une banque un contrôle effectif ou une participation dans les profits d'une autre institution bancaire. Elle ne devrait cependant pas s'appliquer aux placements des comptes d'E.F.A. des compagnies de fiducie.

les autres institutions bancaires. En outre, toute fusion ou acquisition d'actif à laquelle une banque participerait à quelque titre devrait également être soumise à l'approbation préalable du conseil du Trésor, comme c'est actuellement le cas en ce qui concerne les banques à charte. Enfin, on devrait interdire à toute banque d'acquiescer plus de 10 p. 100 des actions de toute institution financière non régie par la législation bancaire sans l'autorisation du conseil du Trésor.

Il serait nécessaire d'apporter quelques exceptions à ces règles. La prohibition de posséder des actions ne s'appliquerait pas de façon à empêcher de constituer une filiale entièrement possédée par sa société-mère, si cette dernière juge utile d'exercer par ce truchement une partie des pouvoirs bancaires qu'elle possède. Elle ne s'appliquerait pas non plus aux placements dans des maisons étrangères ne faisant pas affaires au Canada, ni aux compagnies qui fonctionnent déjà à toutes fins pratiques comme un tout bien qu'elles constituent plus qu'une seule entité juridique. Dans un autre domaine, nous ne voudrions pas que ces règles empêchent le système financier d'innover ou de progresser en interdisant ou en rendant trop difficile aux institutions bancaires de participer au lancement d'entreprises nouvelles avec d'autres maisons commerciales ou financières. Dans les cas de ce genre, dont on a vu quelques exemples récemment, le conseil du Trésor pourrait donner son approbation à peu près automatiquement si l'institution en cause n'a pas une participation de contrôle. Une autre exception pourrait être faite en faveur des institutions plus petites. Nous ne voyons pas de raison valable, du point de vue de l'intérêt du public au maintien de la concurrence, pour qu'on entrave les alliances ou les fusions qui réuniraient des capitaux de participation de, disons, 10 millions de dollars, ou de quelque chiffre plus élevé qu'on trouvera acceptable. Dans certains secteurs de la finance, la formation d'entités plus importantes favoriserait l'efficacité et la concurrence; et on ne devrait sûrement pas y faire obstacle.

Les transactions entre institutions plus importantes devraient être étudiées chacune selon ses mérites particuliers par le conseil du Trésor. Nous ne pensons pas qu'il nous soit possible d'indiquer avec précision quelles circonstances justifieraient le conseil de lever l'interdiction. On nous a dit, par exemple, qu'on ne devait pas permettre à une institution d'obtenir plus qu'une proportion déterminée de telle ou telle sorte d'affaires de finance au moyen de fusions ou d'achats d'autres compagnies. L'utilité de ce genre de principe nous paraît fort discutable, car il a un caractère arbitraire et il part de la prémisse qu'il y aurait un point définissable où la grosseur devient un mal en soi. Il reste que les autorités tiendraient sans doute compte de la taille des institutions concernées parmi les facteurs qui influenceraient leur décision. On pourrait y faire exception quand une des parties à fusionner est faible et que son avenir paraît incertain, ou quand il semble probable qu'une fusion ou une alliance étroite peut intensifier la concurrence dans un secteur donné. Parmi les autres objectifs à considérer, il pourra y avoir celui de retenir le contrôle d'une entreprise entre des mains canadiennes. Les facteurs à considérer varieraient dans chaque cas, mais l'objectif principal devrait toujours être de protéger et d'accroître la concurrence au sein du système financier.

Notre but n'est pas ici de formuler des règles en fonction desquelles on tranchera des cas à venir dont les circonstances nous sont inconnues. Nous voulons simplement qu'un régime soit adopté qui permette au conseil du Trésor, aidé des conseils de l'Inspecteur général et d'autres personnes, de surveiller l'évolution et l'expansion des établissements et des opérations des institutions bancaires avant qu'il soit placé devant le fait accompli.

Afin de permettre au gouvernement de contrôler de façon continue l'évolution de la situation en matière de concurrence et de concentration, le conseil du Trésor (ou un officier ou comité qu'il chargerait de cette responsabilité) devrait avoir le pouvoir de réexaminer tous les cas où des liens se sont établis par acquisitions

d'actions, y compris les cas où ces liens se sont créés en vertu de permissions accordées antérieurement par le conseil du Trésor. Notamment, le conseil ou ses officiers devraient pouvoir examiner les transactions effectuées ces dernières années par des institutions bancaires et qui auraient demandé d'être approuvées par lui selon les règles que nous avons formulées ci-haut. Dans les cas où les autorités constateraient que l'intérêt public est menacé, elles devraient avoir le pouvoir d'y apporter les remèdes appropriés.

Nous croyons aussi qu'il serait utile de clarifier l'article 75 (2) (b) de la Loi sur les banques, qui interdit à toute banque de négocier directement ou indirectement en denrées ou marchandises ou de conduire des affaires commerciales. L'objet de cet article est surtout d'empêcher les banques de s'engager dans des domaines qu'elles connaissent mal, mais il a aussi pour effet d'empêcher les banques de prendre le contrôle d'autres sortes d'entreprises. Nous recommandons donc qu'il soit interdit à toute institution bancaire de posséder plus de 10 p. 100 des actions de toute entreprise non financière, à l'exception des filiales qu'elle a établies pour ses propres opérations, telles que les compagnies qui possèdent les immeubles des banques. Une banque aurait le droit de conserver un nombre d'actions supérieur à la limite prescrite, si elles les a acquises à titre de garantie sur un mauvais prêt ou si elle a été forcée de se mettre en possession des affaires d'un emprunteur en défaut. A l'exemple de la règle actuelle concernant la possession d'immeubles non requis pour la conduite des affaires bancaires, les banques devraient être obligées de revendre ces actions dans un délai de sept ans. Dans un domaine connexe, nous ne croyons pas sage ni souhaitable pour les dirigeants d'institutions bancaires d'occuper des sièges d'administrateurs dans d'autres entreprises commerciales, sauf les filiales ou les associés de leur institution, mais nous ne pensons pas que cette pratique doive être interdite par la loi.

Des liens intimes entre institutions rivales peuvent s'établir par le truchement de leurs administrateurs plutôt que par des acquisitions d'actions. Aussi recommandons-nous que la loi

sanctionne l'usage reconnu à l'effet qu'un administrateur d'une banque à charte ne siège pas sur le conseil d'administration d'autres banques à charte. En outre, aucune institution bancaire ne devrait pouvoir recruter plus du cinquième de ses administrateurs parmi les administrateurs, directeurs ou employés d'une seule autre institution bancaire⁵. On exempterait les administrateurs actuels de l'application de cette règle. Nous espérons cependant que deux institutions ne conserveraient pas d'administrateurs communs si elles venaient à se faire concurrence directement dans presque toutes les phases de leurs affaires. Il est avantageux pour une institution comme pour toute autre entreprise d'avoir des administrateurs d'expérience pour bénéficier de leurs conseils, de leur jugement et de leurs relations d'affaires. Mais des administrateurs ne peuvent s'acquitter efficacement de ces fonctions s'ils sont au service d'entreprises rivales; leur contribution peut plutôt être de réduire la concurrence sans nécessité et de façon non souhaitable.

Nous avons bien pesé les mérites d'autoriser les banques à charte actuelles à demander aux provinces qu'elles leur accordent des pouvoirs de fiduciaires. Comme il ne paraît pas y avoir de besoin immédiat qu'on accroisse les services fiduciaires offerts à la collectivité et comme les banques n'ont rien demandé à ce sujet, nous ne recommandons pas que la prochaine révision de la Loi sur les banques leur accorde la faculté de solliciter ces pouvoirs. Nos autres recommandations auront pour effet de conférer à toutes les institutions bancaires une longue série de pouvoirs communs et amèneront éventuellement de grands changements dans la position concurrentielle des diverses classes d'institutions. Aussi pensons-nous qu'il y a avantage de procéder de façon graduelle dans le domaine des affaires de fiducie, car les banques pourraient avoir tendance

⁵ Vu l'étendue des pouvoirs des comités consultatifs de certaines institutions, on devrait peut-être aussi les inclure dans cette interdiction. L'interdiction comporterait des exceptions dans le cas des filiales ou dans d'autres cas spéciaux: par exemple, une banque d'épargne a une compagnie de fiducie associée qui est possédée par les mêmes actionnaires au prorata de leur participation dans la banque elle-même, et on pourrait la considérer ici comme une filiale même si elle n'en est pas une de manière formelle.

à se lancer trop agressivement dans ce domaine, pas tant parce qu'elles le croiraient profitable que parce qu'elles voudraient être en mesure d'offrir les mêmes services que quiconque dans notre climat financier en rapide évolution. Nos autres recommandations ont une grande portée, et nous pensons qu'elles s'imposent sans trop de retard. A une prochaine étape de cette évolution—probablement à l'occasion d'une autre révision de la législation bancaire—il pourra devenir opportun de laisser aux banques la faculté de pénétrer dans le domaine de la fiducie. Comme les compagnies de fiducie vont être libres de conduire des opérations bancaires sans restriction⁶, le temps viendra où on ne pourra sans quelque injustice empêcher les banques de faire concurrence dans les affaires de fiducie; mais le problème ne se posera pas sérieusement avant quelque temps.

Nous avons suggéré une structure législative qui libérerait les banques des restrictions encombrantes qui les empêchent de livrer une concurrence effective au pays comme à l'étranger, et qui éliminerait la compartimentation du marché qui affecte les services fournis au public. Les diverses institutions bancaires seraient toujours libres de transiger entre elles dans le cours ordinaire des affaires, et de plus elles pourraient entrer dans de nouveaux secteurs qui leur sont actuellement fermés. Même si on ne légiférait pas contre la grosseur en soi—ce qui à notre avis serait une erreur—les institutions ne seraient pas laissées libres d'entrer dans ces nouveaux secteurs par des achats ou par des fusions qui auraient pour effet de réduire le nombre des concurrents indépendants, à moins que le conseil du Trésor ne juge que cela soit dans l'intérêt public. Elles ne pourraient pas non plus acquérir ou conserver sans restriction des participations dans d'autres institutions, maintenir des liens par le truchement de conseils d'administration com-

muns ou se livrer à des pratiques pour limiter la concurrence, ce qui pourrait rendre le système financier trop confortable pour ses membres et leur présenter trop peu de défis.

ACTIVITÉS DES BANQUES ÉTRANGÈRES AU CANADA

Un sujet qui se rattache en partie à la question générale de la concurrence au sein du système bancaire canadien et à la question plus spécifique de la possession d'une banque par une autre est celui de l'activité des banques étrangères au Canada. Même si les banques canadiennes conduisent un important volume d'affaires à l'étranger, notre législation bancaire n'a jamais rien stipulé concernant l'établissement d'agences au Canada par des banques étrangères. Quelques-unes ont en fait établi chez nous des bureaux, sous un nom qui ne comprend pas le mot «banque» (terme qui est réservé aux banques à charte et aux banques d'épargne), et d'autres font un fort volume d'affaires par l'intermédiaire de représentants qui visitent la clientèle canadienne. En 1953, des banquiers hollandais ont fondé une banque au Canada et, en 1963, une partie importante de son capital-actions a été acquise par une banque américaine.

A notre avis, les banques étrangères devraient pouvoir solliciter la permission d'ouvrir des agences où elles seraient libres de se livrer à toutes les opérations bancaires, sauf l'acceptation de dépôts au Canada; ce serait l'équivalent de la situation faite aux agences de banques étrangères à New York. On ne permettrait l'ouverture de tels bureaux que dans les principaux centres financiers, et chaque bureau devrait être spécifiquement autorisé. Ces permis ne seraient accordés qu'aux banques qui montreraient qu'elles en ont besoin pour la bonne marche de leurs affaires et que l'ouverture de chaque nouveau bureau apporterait un complément utile aux services bancaires offerts au Canada. Les agences feraient rapport à l'Inspecteur général des banques qui aurait le droit d'examiner leurs opérations afin

⁶ Nous avons soutenu au chapitre 10 qu'il n'y a pas incompatibilité entre les fonctions bancaires et fiduciaires; en fait, l'activité présente des compagnies de fiducie le confirme. Nous avons cependant souligné l'importance de faire passer l'intérêt des bénéficiaires des fidéicommiss en premier lieu, et d'exécuter toutes les transactions en valeurs mobilières sur des marchés anonymes.

de s'assurer qu'elles ne se livrent pas à des activités interdites ou nuisibles à l'intérêt public.

Ce changement dans notre législation bancaire pourrait amener une amélioration du service bancaire offert aux Canadiens et assurer que les banques étrangères qui font affaires au Canada sont soumises à une surveillance et une inspection convenable de la part des autorités. Dernier avantage qui n'est pas à négliger, les banques étrangères et notamment les banques américaines pourraient ainsi être moins portées à acquérir des institutions financières canadiennes afin de développer leurs affaires au Canada.

La possibilité que la propriété d'une banque canadienne passe entre les mains d'étrangers soulève d'autres problèmes. Les actions de toutes nos banques canadiennes, à l'exception de celle qui est contrôlée par des banquiers hollandais et américains, se négocient librement en bourse. Elles sont réparties entre un grand nombre d'actionnaires, et elles sont en majeure partie inscrites au nom de Canadiens. En 1961, 93 p. 100 des actionnaires des banques détenaient chacun moins de 500 actions, et 76 p. 100 des actions de toutes les banques étaient inscrites au nom de Canadiens. Que les actions de banque soient détenues par des particuliers résidant à l'étranger ou par un large groupe de particuliers résidant au Canada, cela ne nous semble pas avoir de conséquences directes bien différentes. Une grande diffusion de la propriété des actions, qu'elle ait lieu au sein de groupes canadiens ou étrangers, réduit la concentration du pouvoir d'actionnaires individuels dans un secteur essentiel de notre économie.

La mainmise d'une banque sur une autre est un cas un peu différent. Alors que la chose est interdite aux banques à charte canadiennes, et devrait continuer de l'être, rien n'empêche une banque étrangère d'acquérir une partie ou même tout le capital-actions d'une banque canadienne. Bien entendu, si des groupements bancaires étrangers veulent créer de nouvelles banques au Canada, ils doivent, comme tout autre groupement, obtenir l'approbation du conseil du Trésor. Mais les autorités ne peuvent s'appuyer sur

aucune loi pour contrôler de quelque façon leurs achats d'actions d'une banque existante et leur faculté de s'établir ainsi d'emblée dans le système bancaire canadien. Si l'on considère les grandes concentrations de pouvoirs économiques et financiers qui gravitent parfois autour des grandes banques étrangères, c'est là une situation anormale et qui devrait être corrigée.

L'apport de nouvelles initiatives et d'un savoir-faire différent par des banquiers étrangers peut dans certains cas améliorer le système bancaire canadien. Par contre, les banques contrôlées par l'étranger, notamment celles contrôlées aux États-Unis, pourraient être en mesure d'obtenir la clientèle des filiales canadiennes d'entreprises qui sont déjà leurs clients dans leur propre pays, sans avoir à offrir des services meilleurs ou plus économiques sur le marché bancaire du Canada. On ne verrait peut-être pas très souvent le choix d'un banquier se faire pour des raisons autres que des considérations économiques, car les grandes entreprises préfèrent, en général, faire affaire avec plusieurs banques et elles sont normalement bien capables de résister aux pressions contraires à leurs intérêts. Et les banques canadiennes elles-mêmes sont d'assez grande taille pour résister à ce genre de pressions. Cependant, le danger existe de voir utiliser des pratiques indésirables pour attirer la clientèle.

On a signalé un autre inconvénient de la mainmise d'une banque étrangère sur une banque canadienne, qui serait que les banques étrangères seraient moins disposées que les banques canadiennes à suivre les suggestions et la politique des autorités monétaires canadiennes⁷. Mais elles seraient évidemment soumises à la même réglementation et au même contrôle que les banques possédées par les Canadiens, et elles subiraient de la même manière les effets de la politique monétaire. Elles n'auraient pas non plus un accès plus facile aux capitaux étrangers en période de restriction monétaire que les banques canadiennes qui se livrent à de vastes opérations sur les marchés étrangers.

⁷ Voir, par exemple, le *Rapport de la Commission royale d'enquête sur les perspectives de l'économie canadienne*, page 397.

Nous croyons qu'un haut degré de participation des Canadiens dans la propriété de leurs institutions financières est en lui-même un objectif sain et souhaitable, et que dans l'ensemble il y a plus d'inconvénients que d'avantages au contrôle étranger sur les banques canadiennes. Au surplus, nous avons déjà recommandé que le gouvernement puisse contrôler l'acquisition d'actions de banque par une banque canadienne. Nous recommandons donc que toute acquisition directe ou indirecte d'actions d'institutions bancaires canadiennes par des groupements bancaires étrangers fasse l'objet d'une requête au conseil du Trésor et soit sujette à son approbation. Les mots «directe ou indirecte» devraient recevoir une interprétation large de manière à inclure tout placement par une banque étrangère ou une entreprise associée, ou par leurs administrateurs ou directeurs. Toute acquisition pour le compte de l'acquéreur d'actions de banque par des moyens directs ou indirects, faite délibérément en contravention de cette disposition, pourrait entraîner la confiscation des actions par le Ministre des Finances. On annulerait les certificats de ces actions et on en donnerait avis aux bourses et aux agents de transfert. De nouveaux certificats seraient émis au nom du Ministre, qui serait tenu d'écouler progressivement ces actions sur le marché au cours d'une période de temps raisonnable, et le produit de la vente moins les frais et les amendes prévus par la loi serait remis à la banque étrangère. Dans les cas où un groupement bancaire étranger contreviendrait sans le savoir à cette interdiction, on l'obligerait à vendre ses actions sur le marché boursier canadien dans un délai raisonnable. Si notre recommandation est acceptée, l'interdiction devrait prendre effet rétroactivement à la date de publication du présent rapport.

Nous préférons cette solution directe au problème de la mainmise des banques les unes sur les autres—que l'acquéreur soit une banque canadienne ou étrangère—aux autres expédients qui pourraient être proposés, tels que l'annulation du droit de vote des actions détenues par des banques étrangères, lorsque le nombre de ces

actions dépasse une proportion déterminée du capital-actions, ou l'imposition d'une limite générale au nombre d'actions d'une banque qu'un seul actionnaire peut détenir en portefeuille.

Nous ne croyons pas, à la réflexion, qu'une telle disposition doive s'appliquer aux banques étrangères qui détiennent actuellement des actions de banques, mais elles ne devraient pas pouvoir augmenter leurs participations actuelles à moins d'en recevoir la permission du conseil du Trésor.

CONCLUSION

Nos idées fondamentales touchant les modifications à apporter à la législation bancaire canadienne peuvent se résumer facilement. D'abord, la protection des fonds du public et la rapidité d'adaptation des institutions aux mesures monétaires se sont pas améliorées par l'imposition de coefficients d'actifs ou autres restrictions minutieuses aux banques et à leurs concurrents. Il ne faut donc pas introduire de ces coefficients dans notre Loi actuelle sur les banques dont la teneur générale est bonne, et il convient d'en éliminer certaines interdictions concernant les placements. En second lieu les institutions non réglementées actuellement par la Loi sur les banques sont entrées de plus en plus dans le domaine bancaire tandis que les banques sont entrées dans les domaines des autres. Il en résulte que le système de réglementations multiples qui régit actuellement les institutions est devenu arbitraire, injuste et—dans certains cas—insuffisant. C'est pourquoi nous recommandons que la Loi sur les banques s'applique à un plus large groupe d'institutions de dépôts et qu'on interdise explicitement à celles qui ne sont pas régies par cette loi d'exercer des activités bancaires. Enfin nous croyons qu'un système qui permet à toutes les institutions de se concurrencer sur un pied d'égalité et qui oblige aussi peu que possible les unes ou les autres à se spécialiser servira le mieux les intérêts du public, tout en préservant la liberté essentielle de chacun de s'adapter à l'évolution des besoins et des conditions.

Nous avons par conséquent recommandé le maintien de certaines dispositions de la présente

Loi et l'inclusion d'un certain nombre d'autres dispositions pour assurer que la concurrence ne soit pas affaiblie par des ententes sur les prix ou par l'acquisition sans contrôle des institutions concurrentes par leurs rivales.

Conformément à cette ligne de pensée, nous recommandons de donner aux institutions bancaires des pouvoirs plus étendus que ceux qu'aucune n'exerce en vertu des lois existantes. Elles devraient toutes pouvoir faire des placements en prêts de la L.N.H. ou en hypothèques ordinaires, jusqu'à concurrence de 75 p. 100 de la valeur des biens hypothéqués dans ce dernier cas, comme nous l'avons recommandé au chapitre 14. De même, elles devraient toutes avoir la liberté de faire sans restrictions des prêts commerciaux et des prêts aux particuliers sur les garanties de leur choix, et elles devraient toutes avoir accès aux garanties offertes aux banques à charte en vertu des articles 88 et autres de la Loi sur les banques et à toutes les garanties de prêt par le gouvernement qui sont accordées aux banques à charte actuelles. Les autres institutions doivent pouvoir obtenir les mêmes garanties que les banques à charte si on veut qu'elles puissent faire concurrence efficacement dans ces domaines, surtout si l'on tient compte du fait que les banques, en raison de leur longue expérience et de leur position établie, seront en pratique très avantagées. Enfin, il convient de supprimer le plafond du taux d'intérêt bancaire; mais on devrait im-

poser aux institutions bancaires et à toutes les autres qui font des petits prêts aux particuliers des plafonds uniformes généralisés et mieux conçus pour les frais qu'elles exigent pour ces genres de prêt.

Même si les institutions bancaires sont soumises à une législation uniforme, nous croyons que ces changements auront en pratique pour effet d'accentuer heureusement la diversité qui règne entre elles. Dans certains domaines, nous l'avons constaté, c'est déjà chose faite; et l'élargissement de la communauté bancaire, comme l'accroissement de la concurrence, devraient stimuler ce processus parmi les banques à charte actuelles et encourager les institutions locales et les institutions spécialisées à demander des pouvoirs bancaires. Bref, nous croyons que la modification et l'extension des structures de la législation pour favoriser le jeu effectif de la concurrence à l'intérieur d'un cadre juste et approprié de réglementation gouvernementale supprimeront un certain nombre des imperfections et des rigidités que le temps et l'évolution ont apportées à la Loi actuelle sur les banques, même si elle est fondamentalement bien conçue. L'expérience dictera sans doute de faire des modifications supplémentaires, mais nous avons tenté de concevoir nos propositions de façon à encourager le système à se développer par sa propre initiative et à stimuler l'amélioration constante des services bancaires rendus au public.

LA SURVEILLANCE ET LA RÉGLEMENTATION DES INSTITUTIONS BANCAIRES

Nous avons décrit l'esprit de libre concurrence qui devrait, à notre avis, animer la Loi sur les banques, et les amendements nécessaires à cet effet. Nous nous proposons maintenant de déterminer à quelles catégories d'institutions la loi devrait s'appliquer et quelles dispositions on devrait inclure dans la législation pour sauvegarder les fonds du public et l'intégrité du système bancaire canadien tout en s'assurant que ces institutions soient sensibles à la politique monétaire et qu'elles maintiennent des contacts appropriés avec la banque centrale.

Comme nous l'avons vu, la définition des institutions bancaires doit fatalement être quelque peu arbitraire. On ne peut pas légiférer en ce qui les concerne sans se heurter à ce problème; la preuve en est que même en conservant les lois actuelles, on continuerait de tenir dix institutions régies par l'autorité fédérale à part de toutes les autres qui fonctionneraient sous l'empire d'une législation fédérale ou provinciale totalement différente. Après avoir considéré les diverses manières possibles d'aborder le sujet, nous en sommes venus à la conclusion que le critère le plus satisfaisant—et celui qu'appuient le mieux les précédents qui existent, si faibles soient-ils—réside dans le caractère du passif de chaque institution. Quoi qu'elle puisse embrasser par ailleurs, la fonction bancaire consiste généralement à mettre en circulation des créances qui servent comme instruments de paiement ou comme substituts de ces créances monétaires. C'est parce que les banques émettent de tels instruments, qui—

comme on l'a vu au chapitre 6—ont une influence particulièrement puissante sur les conditions financières et l'économie en général, que les gouvernements nationaux au Canada et ailleurs exercent leur juridiction sur elles.

Il est bon de souligner qu'aucune loi ne fait de distinction, autant que nous sachions, entre les banques et les autres institutions pour la raison qu'elles font chacune des genres différents de placements. Autrefois, la théorie voulait que, puisque les fonds d'une banque proviennent en majeure partie d'engagements à court terme, ces fonds devraient être placés principalement en prêts à court terme «se remboursant par eux-mêmes». Une institution qui emprunte surtout à demande doit veiller attentivement à la liquidité de son actif, mais la théorie étroite et dogmatique a été abandonnée, et nos banques à charte font sans crainte depuis plusieurs décennies des placements dans une grande variété de valeurs, incluant des titres de gouvernements et d'entreprises privées et des prêts à plus long terme—et, plus récemment, des prêts hypothécaires garantis. Même si les banques à charte détiennent une plus grande proportion de prêts commerciaux et de titres d'entreprises que la plupart des autres institutions, il serait difficile de distinguer clairement les banques à charte des autres institutions sur la seule base de leur actif.

Il est vrai que les compagnies de prêts hypothécaires et de fiducie ne peuvent pas, présentement, consentir des prêts ordinaires et des prêts aux particuliers, mais leurs placements sur

le marché monétaire ou en valeurs mobilières et en hypothèques sont souvent des substituts très rapprochés de tels prêts et s'apparentent d'ailleurs à une bonne partie des éléments d'actif des banques à charte et des banques d'épargne. De la même manière, les compagnies de finance, comme les banques, détiennent beaucoup d'encaisse et de valeurs liquides et font des prêts aux affaires et aux particuliers sur une grande échelle. D'ailleurs, il ne serait pas logique de tenter de mettre les banques dans une classe à part en empêchant les autres institutions de placer à court terme des fonds qu'elles empruntent à long terme en bonne proportion: agir ainsi serait tourner à l'envers le raisonnement de la vieille théorie énoncée plus haut au sujet des placements bancaires. En tout cas, ce qu'il importe de retenir ici, c'est que les distinctions à faire relativement aux placements qui conviennent aux banques ou autres institutions doivent être établies d'après la nature de leurs engagements et non inversement.

Aussi, pensons-nous que la législation bancaire fédérale doit s'appliquer à toutes les institutions financières privées qui émettent des créances bancaires: c'est-à-dire des créances qui servent comme instruments de paiement ou qui en sont des substituts rapprochés. Sauf pour quelques exceptions que nous mentionnerons tantôt, la loi devrait s'appliquer aux intermédiaires financiers qui émettent des promesses de paiement transférables immédiatement ou à bref avis au moyen de chèques ou d'ordres de paiement du client. Elle devrait également s'étendre aux institutions qui émettent d'autres sortes de créances à demande, car ces valeurs à demande non transférables présentent aux institutions les mêmes considérations pour l'administration de leur actif, et elles soulèvent les mêmes problèmes en ce qui concerne la protection des intérêts du public. Ces institutions peuvent facilement s'organiser, non seulement pour laisser retirer en tout temps les fonds déposés dans un compte à demande, mais également pour transférer ces fonds sur l'ordre du client de la même manière que s'il s'agissait d'un compte directement transférable: aucune ligne de

démarcation précise ne peut donc être établie entre les deux.

Les banques commerciales et les banques d'épargne acceptent aussi en dépôt des sommes importantes dans d'autres comptes à court terme qui, à toutes fins pratiques, sont identiques aux comptes sujets à court préavis compris ci-dessus. A cause de l'identité fondamentale de tous ces dépôts du public à demande et à court terme—et afin d'éviter les perturbations qui se produiraient si les institutions étaient tentées de recourir à des stratagèmes artificiels—nous inclurons dans les créances bancaires tous les dépôts à terme, quel que soit leur nom, et autres créances des institutions qui échoient ou sont remboursables à prix fixe dans les 100 jours de leur date originale d'émission ou de la date à laquelle le client donne un avis de retrait. Si nous choisissons cette limite évidemment arbitraire, qui couvre les créances de trois mois ou un peu plus, c'est parce qu'il serait peu réaliste de la rapprocher davantage des créances purement à demande, à cause de la similitude très prononcée des diverses créances à court terme. Une définition raisonnable des opérations de banques et de banques d'épargne permettrait aussi bien d'étendre cette limite à plus de 100 jours, mais nous ne croyons pas qu'une telle extension s'impose pour établir un régime de réglementation bancaire équitable, sain et uniforme.

Comme cette définition est assez large, il faut prévoir un certain nombre d'exceptions afin qu'elle ne comprenne pas les institutions financières qu'il n'est pas nécessaire pour les autorités fédérales de réglementer. (Les autorités bancaires n'ont pas à se soucier des emprunts sous forme de dépôts et de prêts à court terme que font accessoirement des établissements non financiers tels que certains magasins de détail qui détiennent des fonds aux comptes de leurs clients). D'abord, nous excluons les agences gouvernementales qui acceptent des dépôts parce que leur solidité est assurée par les gouvernements dont elles relèvent; cependant, toute mesure de grande portée pour donner de l'expansion à ces agences ou en créer de nouvelles pourrait poser un problème aux autorités fédérales et amener

la révision subséquente de cette recommandation. En second lieu, nous excluons les institutions qui reçoivent des dépôts mais qui font affaires avec moins de 50 personnes. On peut présumer que ceux qui prêtent des fonds privément ou semi-privément à de très petites institutions financières spécialisées dans le placement hypothécaire, dans le financement des ventes à tempérament ou dans quelque autre genre d'affaires sont au courant des circonstances et disposés à accepter le risque possible, et qu'ils n'ont pas besoin du genre de protection qui devrait être accordé à ceux qui confient des fonds à des entreprises plus importantes et plus impersonnelles. Des dispositions devraient, toutefois, être incorporées dans la législation pour prévoir qu'elle deviendrait applicable à ces institutions s'il était démontré qu'elles obtiennent en fait des fonds d'un public plus nombreux.

La législation bancaire devrait aussi exempter les institutions qui empruntent du grand public, mais dont les seuls engagements à court terme sont sous la forme de papier négociable non rachetable à demande ou à bref avis et qui vendent ces créances par l'intermédiaire de négociants indépendants ou d'autres agents assujettis aux obligations, de fournir un prospectus, etc., prévues dans les lois sur les valeurs mobilières. Ces engagements sont semblables à ceux d'autres entreprises qui se procurent des fonds sur les principaux marchés de valeurs mobilières, et l'intérêt public est sauvegardé dans ces cas par la législation relative aux valeurs mobilières. Afin d'assurer qu'il ne resterait pas de domaines non couverts par les régimes de réglementation, les lois sur les valeurs mobilières devraient obliger ces institutions à enregistrer toutes leurs émissions, quelle qu'en soit l'échéance. De la même manière, les négociants en valeurs et les courtiers qui détiennent des fonds pour leurs clients ou qui empruntent à courte échéance devraient être exemptés de la législation bancaire, car ils peuvent être adéquatement régis par les commissions de valeurs mobilières, et leurs opérations «bancaires» ne sont qu'un accessoire de leur activité principale. Pour le reste, le Conseil du Trésor devrait avoir le pouvoir de faire d'autres

exceptions, afin d'assurer que personne n'est inutilement assujetti à la législation bancaire. Il faut souligner cependant que lorsqu'une institution tomberait sous le coup de cette législation, toutes ses opérations d'intermédiation, et non seulement celles qui concernent l'émission des «créances bancaires» définies tantôt, seraient sujettes à la réglementation des autorités bancaires.

Nous croyons que cette définition des banques à partir de ce qui constitue l'essence de la fonction bancaire reflète le caractère réel de notre système financier, et qu'elle peut servir de base à une législation bancaire uniforme et équitable. En plus des banques à charte et des banques d'épargne actuelles, elle embrasse plusieurs compagnies de fiducie et de prêts hypothécaires, quelques autres institutions qui acceptent des dépôts et les caisses populaires et credit unions. Nous avons déjà noté le cas spécial des caisses populaires et credit unions locales qui devraient être laissées sous la juridiction des autorités provinciales, sujet à certaines conditions mentionnées au chapitre 9; mais nous croyons que leurs centrales devraient être intégrées dans le système bancaire national afin de placer le mouvement sous une commune réglementation monétaire, de favoriser l'établissement de rapports suivis entre le mouvement et les autorités nationales et d'assurer qu'il maintiendra dans l'ensemble de saines normes de liquidité. Les compagnies de finance et d'autres institutions qui émettent des créances à demande ou à court terme seraient également astreintes aux dispositions de la loi, sauf celles qui se bornent à émettre, comme créances à court terme, seulement du papier négociable sujet à préavis authentique.

Dans le chapitre précédent, nous avons souligné le fait qu'il subsistera de très réelles différences dans le caractère des affaires des institutions qui auront reçu des pouvoirs communs, et que nous nous attendons même à ce que la législation stimule la diversité. Ainsi, certaines institutions continueront de faire un volume d'affaires importants de comptes courants et de prêts commerciaux, d'autres accorderont une attention particulière aux prêts aux particuliers et aux entreprises tout en obtenant leurs fonds

en grande partie de dépôts à terme, tandis que d'autres encore tendront à concentrer leurs fonctions sur l'obtention de fonds remboursables à terme qu'elles placeront sur hypothèque et sur valeurs mobilières. Afin d'éviter de créer la fausse impression que la nouvelle législation a soudainement effacé toutes différences dans les genres particuliers d'affaires bancaires des diverses institutions, nous recommandons que le nom de «banque» sans autre précision soit réservé aux seules banques à charte actuelles et aux autres institutions qui pourront être constituées de la même manière que celles-ci par loi du parlement. Les deux banques d'épargne auraient le droit de conserver leur nom de «banque d'épargne» si elles le désirent; et les autres institutions qui détiendraient un permis en vertu de la législation bancaire, qui seraient constituées en compagnies les unes par l'autorité fédérale et les autres par une province, seraient obligées de préciser la portée du mot banque dans leur nom en y ajoutant d'autres mots pour indiquer la nature ou la portée de leurs affaires. Les centrales de caisses populaires et de crédit unions seraient évidemment laissées libres de conserver leurs noms actuels, mais elles pourraient y ajouter le mot banque si elles le désirent¹. Ces distinctions serviraient à distinguer, disons, une compagnie de finance faisant assez peu d'opérations bancaires accessoirement à son activité principale d'une institution conduisant des affaires de banque de façon plus extensive.

Quelles que soient les distinctions que l'on veuille faire dans le groupe des institutions bancaires, ces dernières doivent toutes, cependant, détenir les mêmes pouvoirs d'emprunter et de prêter. Si l'on tentait de déterminer une échelle de pouvoirs qui s'étendrait au fur et à mesure que les institutions se développeraient, il faudrait tout d'abord accorder aux institutions «sénior» tous les pouvoirs que possède aucune des autres: autrement, les institutions en développement

¹ Les centrales pourront désirer être constituées à nouveau en compagnies fédérales. Dans ce cas, il faudrait adopter une législation spéciale qui leur permettrait de conserver leur organisation coopérative sur des points comme le capital-action, les droits de vote, et les conseils administratifs.

seraient placées dans la situation impossible d'avoir à abandonner une partie importante de leurs affaires afin de se qualifier pour une «promotion». Plus explicitement, si les banques à charte n'avaient pas plein pouvoir de prêter sur hypothèque, et si elles étaient assujetties à un plafond restrictif en matière de taux d'intérêt, jamais une compagnie de fiducie ou de prêts hypothécaires ne pourrait atteindre au statut d'une banque à charte². Inversement, il est difficile de distinguer quels sont ceux des pouvoirs conférés aux banques à charte que l'on pourrait logiquement refuser aux autres institutions bancaires. En admettant qu'il y a quelque justification à l'opinion que les institutions qui empruntent à court terme ne doivent pas prêter une trop grande partie de leur actif à long terme, il n'y a pas de logique dans la proposition inverse. Il n'est pas logique, par conséquent, d'interdire aux compagnies de fiducie et de prêts hypothécaires de faire des prêts commerciaux et des prêts personnels non entièrement garantis par obligations ou actions, ni de limiter les pouvoirs des banques d'épargne à cet égard.

Il est tout à fait possible que certaines compagnies de fiducie et de prêts hypothécaires préféreront ne pas avoir de pouvoirs bancaires, et alors la législation commune ne les affectera pas. Les compagnies provinciales qui opteraient ainsi resteraient assujetties au contrôle des provinces et à une législation provinciale, modifiée de façon à tenir compte de la législation fédérale et—nous l'espérons—à réduire au minimum toute restriction relative aux coefficients d'actif qui ne servent aucune fin pour la protection du public. Les compagnies fédérales de même nature qui ne désireraient pas de pouvoirs bancaires pourraient opter pour une réincorporation provinciale, mais il serait probablement nécessaire de maintenir aussi une législation fédérale dans ce

² Bien que nous ayons recommandé de ne pas autoriser les banques à charte à solliciter immédiatement le pouvoir d'agir comme fiduciaires, nous avons souligné que cette disposition ne devrait pas obliger les compagnies de fiducie actuelles à abandonner leurs affaires de fiduciaires en obtenant un permis de faire des opérations bancaires. Si elles désiraient solliciter une charte de banque, l'équité demanderait alors de reconsidérer la position des banques à charte actuelles.

domaine. Les compagnies de fiducie et de prêts hypothécaires régies par cette dernière devraient être surveillées par l'Inspecteur général des banques, car leurs opérations se rapprochent davantage de celles des institutions bancaires surveillées par l'Inspecteur général. En tout cas, les sociétés désireuses d'obtenir des pouvoirs bancaires, y compris les compagnies de finance aussi bien que les compagnies de fiducie et de prêts hypothécaires, auraient la faculté de soumettre leur requête au Conseil du Trésor. Si elles répondaient aux exigences, elles obtiendraient une charte ou un permis d'institution bancaire; sinon, il leur faudrait cesser toute fonction bancaire qu'elles remplissent présentement.

Ayant ainsi exposé le fondement de nos recommandations, nous abordons le sujet des principales dispositions que devrait contenir la législation bancaire. Dans ses parties essentielles, elle devrait être établie sur la base de la présente Loi sur les banques qui repose sur une expérience de plusieurs générations en matière d'opérations bancaires. On verra que la plupart de nos recommandations visent simplement à poursuivre le développement prudent de la loi bancaire du Canada dans les sentiers déjà établis et à appliquer ses dispositions de façon plus générale aux institutions qui font présentement des affaires de banque.

SURVEILLANCE ET INSPECTION

L'aspect essentiel de la réglementation bancaire doit consister en une surveillance et une inspection minutieusement effectuées comme celles qui se font dans le cadre de la Loi sur les banques et qui contribuent d'une façon si importante à la solidité de nos banques à charte et de nos banques d'épargne. Nous avons constaté qu'il existe une grande diversité dans la qualité de la surveillance exercée sur d'autres institutions à travers le pays, et nous pensons qu'il est essentiel d'agir avant que l'on assiste à la répétition des expériences malheureuses de plusieurs banques à charte antérieurement à l'établissement d'une bonne surveillance dans les années '20.

Il est essentiel également que cette surveillance soit autant que possible souple et exempte de règles trop rigides afin d'éviter que nos institutions financières soient induites à adopter une attitude exagérément conservatrice dans la conduite de leurs affaires.

La tâche principale de l'autorité gouvernementale consiste à pousser les institutions financières à se donner leur propre réglementation interne. Les autorités devraient se reposer pour beaucoup sur une telle réglementation autonome et sur la vérification effectuée pour le compte des actionnaires ou des membres, une fois établies des normes satisfaisantes; une telle attitude est à la fois plus efficace et plus économique que de constituer un personnel nombreux et coûteux qui ne ferait que répéter sans nécessité un travail déjà accompli. A cette fin, nous recommandons que l'autorité fédérale ait le pouvoir d'exiger la production de rapports réguliers des institutions placées sous sa juridiction (comme le font présentement les banques à charte et les banques d'épargne) et d'obliger toutes ces institutions à maintenir un régime d'inspection interne approprié en plus d'une vérification extérieure régulière. Les vérificateurs devraient être choisis parmi une liste de candidats hautement qualifiés et approuvés par les autorités (comme il est prévu dans les lois actuelles sur les banques à charte et d'épargne), de manière à prévenir la répétition des méthodes de vérification si manifestement incompetentes qui ont amené la dernière faillite de banque au Canada il y a quarante ans. De plus, les autorités fédérales devraient avoir le pouvoir, comme elles l'ont en vertu de la Loi sur les banques, de donner plus d'extension à la vérification extérieure et d'exiger tout rapport additionnel jugé nécessaire pour leur permettre de s'assurer que les intérêts des actionnaires et des créanciers sont en sécurité et que la condition financière de l'institution est saine.

Les autorités devraient avoir en plus le pouvoir, que ne leur donne pas actuellement la Loi sur les banques, d'obliger les institutions à adopter toute mesure jugée nécessaire pour assurer leur solvabilité. Un tel pouvoir ne devrait être

exercé qu'avec le consentement exprès du Ministre et il serait sujet à appel au conseil du Trésor ou à un autre organisme approprié. Il ne devrait être exercé qu'avec discrétion, et seulement lorsqu'on n'aurait pas réussi à persuader les institutions concernées de modifier leurs pratiques fautives. Nous ne croyons pas qu'on puisse s'en remettre à la seule arme de la publicité pour corriger une faiblesse assez sérieuse pour justifier l'exercice de tels pouvoirs, surtout si plusieurs institutions sont impliquées, car une correspondance publique prolongée pourrait ne pas se terminer avant que les institutions concernées ne soient devenues insolubles.

Il n'y a pas de doute que si l'Inspecteur général relevait une telle situation, il ne manquerait pas d'intervenir, même en l'absence d'un pouvoir formel d'agir; mais nous pensons néanmoins que la loi devrait contenir une disposition précise pour régler ces cas. Il s'impose évidemment que la délégation d'autorité ainsi recommandée soit rédigée de manière à ne laisser aucun doute qu'on ne pourrait l'utiliser que dans les cas où la solvabilité et la solidité des institutions financières seraient en jeu. Dans les cas où elle y aurait recours, l'autorité de surveillance devrait fournir une déclaration formelle à l'effet qu'elle n'est invoquée qu'à cette seule fin, pour bien démontrer qu'elle ne devient pas un moyen pour le gouvernement de diriger les institutions financières, quant à la sorte ou aux montants des valeurs qu'elles doivent déterminer, pour des raisons n'ayant aucun rapport avec la solidité des institutions.

Il faudrait accroître le personnel de l'Inspecteur général des banques si on lui confiait ces nouvelles responsabilités. Les dépenses de surveillance continueraient d'être réparties entre les institutions en proportion de leur taille, ou, peut-être, sur la base de quelque autre mesure plus équitable des dépenses encourues par l'organisme de contrôle. Nous nous sommes demandé s'il serait à propos de substituer au poste d'Inspecteur général une commission d'inspection, composée peut-être de trois membres, afin que le problème de la réglementation soit abordé de manière plus nuancée que ce qu'on pourrait

attendre d'un seul titulaire. Le personnel qu'il faudra accroître comprendra sans doute des personnes possédant une connaissance particulière des divers groupes d'institutions auxquels chacun sera assigné par ses fonctions—tels que les centrales de caisses populaires et de credit unions. De plus, il y a des avantages à concentrer sur une seule personne l'autorité finale sous le Ministre. Le fait de nommer sur une commission un ou deux hommes insuffisamment qualifiés, et le danger que les institutions tentent de susciter des conflits entre eux, pourraient avoir des conséquences sérieuses. Enfin, il serait peut-être difficile de continuer à attirer des personnes du calibre voulu si elles avaient à partager avec d'autres les responsabilités et l'autorité. Pour ces raisons, nous préférons l'arrangement actuel.

La présente difficulté que nous a mentionnée l'Inspecteur général au sujet de la formation de ses successeurs serait facilement éliminée par un choix judicieux des membres qui viendraient se joindre à un personnel plus nombreux. Cela disposerait de ce problème, pour la solution duquel on a suggéré que l'Inspecteur général soit un fonctionnaire de la Banque du Canada où des arrangements peuvent aisément se faire pour former des successeurs. De toute façon, l'Inspecteur général peut mieux accomplir sa tâche s'il a une position indépendante et n'a pas d'autres devoirs ou intérêts qui peuvent venir en conflit avec sa fonction. Par exemple, il est facile de concevoir le cas où la banque centrale et l'Inspecteur général auraient des opinions différentes au sujet du besoin de réglementer la liquidité des banques. De plus, ce déplacement de la fonction priverait le Ministre d'un conseiller précieux parfaitement au courant des questions bancaires.

Nous croyons satisfaisantes les dispositions actuelles relativement au terme d'office de l'Inspecteur général. Elles pourvoient à son maintien en fonction durant bonne conduite, mais il peut être destitué par le cabinet pour mauvaise conduite, incapacité ou omission à bien remplir les devoirs de sa charge; il n'est pas assujéti à la loi du service civil bien qu'il soit attaché au Ministère des Finances. Ces dispositions lui

assurent l'indépendance et la liberté à l'égard de toute pression politique transitoire, ce qui est essentiel pour ce poste important.

Une surveillance compétente peut fournir au public une grande mesure de protection dans ses relations avec les institutions financières, même si l'inspection fédérale ne doit pas, pas plus que maintenant, constituer une garantie aux déposants et aux actionnaires qu'ils sont protégés contre les pertes. Avec une telle réglementation, nous ne voyons pas la nécessité d'imposer un régime général d'assurance-dépôts, vu surtout qu'aucune des institutions ne le juge désirable. Ceux qui sont imbus de leurs responsabilités dans le mouvement des caisses populaires et credit unions ont, cependant, établi des systèmes d'assurance mutuelle pour les sociétés locales, et nous avons approuvé la chose et recommandé que toutes les sociétés locales participent à un fonds mutuel d'assistance pour obtenir une protection contre les risques inhérents à leurs affaires locales peu diversifiées.

LA RÉGLEMENTATION DES FRAIS SUR LES PETITS PRÊTS

Actuellement, les compagnies de petits prêts et les prêteurs d'argent qui détiennent un permis sont soumis à la réglementation du Surintendant des assurances sous l'empire de la Loi sur les petits prêts, qui limite les frais que ces prêteurs peuvent percevoir pour les prêts en argent. Comme nous l'avons mentionné au chapitre précédent, nous croyons que tous les prêteurs d'argent—y compris les institutions bancaires—devraient être soumis à la même réglementation, et nous croyons qu'il serait approprié de confier à l'Inspecteur général des banques l'application de la nouvelle législation sur le sujet. Ceci permettrait au Surintendant des assurances de concentrer son attention sur la surveillance des compagnies d'assurance et sur le domaine, presque entièrement libre de contrôle actuellement, des caisses de retraite, un domaine qui requiert des connaissances actuarielles étendues.

Même si nous ne connaissons pas le commerce des petits prêts d'une façon assez complète pour

décrire le détail des prescriptions de la loi que nous désirons voir adopter, nous pensons qu'il faudrait augmenter le montant maximum des prêts soumis au contrôle, de son chiffre actuel de \$1,500 selon la Loi sur les petits prêts à au moins \$5,000, à cause du gros volume de prêts aux particuliers qui dépassent la limite actuelle. Les frais maximums de 2 p. 100 par mois sur le premier \$300 d'un prêt, et de 1 p. 100 par mois sur l'excédent entre \$300 et \$1,000, ne sont pas déraisonnables; mais le $\frac{1}{2}$ p. 100 par mois permis sur l'excédent de \$1,000 est trop faible et a pour principal résultat d'empêcher la plupart des compagnies de faire des prêts pour des montants de \$1,000 à \$1,500. Un maximum de 1 p. 100 sur tout excédent entre \$300 et \$5,000 pourrait être plus approprié³.

Il existe de forts arguments pour rendre la loi applicable à toutes les transactions de crédit, qu'elles prennent la forme de prêts d'argent ou du financement de ventes à crédit; mais nous n'avons pas complètement étudié les difficultés que cela poserait, et nous ne sommes donc pas en mesure de le recommander. Cependant, nous recommandons qu'il soit obligatoire de divulguer les conditions d'une vente à tempérament au client aussi bien que celles d'un prêt d'argent. En plus de fournir le montant en dollars des frais du prêt ou du financement, celui qui consent le crédit devrait être tenu de le traduire en un taux annuel effectif des frais, afin de permettre aux clients de comparer sans difficulté les conditions de différentes offres⁴. Des méthodes de

³ La loi devrait aussi renfermer des dispositions destinées à prévenir les frais excessifs imputés sur les nombreux petits contrats consentis pour une valeur totale de moins de \$300, quand un contrat représentant une valeur plus considérable jouit d'un taux moins élevé. La loi devrait également retenir la disposition de temps de la loi actuelle sur les petits prêts qui prévoit des taux quelque peu moins élevés pour les contrats à longue échéance, dont les frais d'administration sont moins élevés.

⁴ Sur les petits contrats, les frais d'administration sont élevés par rapport au montant du crédit consenti, ce qui produit nécessairement des taux annuels élevés. Il pourrait être justifié de permettre des frais de service fixes de, disons, \$1 par contrat dont il ne serait pas tenu compte pour calculer le taux annuel. Si cela n'est pas possible, on atteindrait l'objectif principal que l'on vise en exemptant les contrats de moins de \$50 des prescriptions de la loi, pourvu que l'on empêche les prêteurs de contourner la loi en passant plusieurs petits contrats inférieurs au chiffre de l'exemption.

calcul différentes fournissent des résultats légèrement différents, mais il n'y a pas de raison qui empêcherait de prendre une méthode de calcul déterminée pour établir le taux effectif à divulguer; certains prêteurs le font déjà⁵: la comparabilité des renseignements est plus importante que la précision du chiffre même. Nous reconnaissons qu'il est très difficile de calculer le taux exact dans le cas des crédits rotatifs, mais rien n'empêche de fournir au client le taux effectif qu'il paierait s'il se conformait à un cas typique. Il se peut que les emprunteurs soient plus intéressés à connaître le montant en dollars de leurs frais de finance et de leurs paiements mensuels que le taux d'intérêt effectif; mais ils ne subiront certainement aucun tort—et pourront bien tirer grand profit—de connaître aussi le taux effectif. Si les prêteurs distribuent des tables de taux approuvés, les problèmes de calcul deviendront négligeables pour eux.

Nous ne sommes pas impressionnés non plus par l'argument que le fait d'obliger à divulguer le taux des frais aurait pour résultat de faire monter le prix au comptant d'un article, et donc de cacher le véritable taux d'intérêt. Nous croyons qu'une concurrence effective va tenir les prix au comptant à des niveaux conformes à la réalité comme maintenant; mais afin d'empêcher des marchands d'utiliser des prix au comptant soufflés en calculant le taux d'intérêt, la loi devrait prévoir que le prix d'un article doit être celui auquel les transactions au comptant sont conclues normalement. Enfin, cette législation devrait imposer des sanctions sévères envers ceux qui perçoivent des frais trop élevés ou qui n'en divulguent pas le taux. Comme minimum, le prêteur devrait perdre le droit de réclamer le remboursement de tout le capital et des intérêts de la transaction illégale. De plus, on devrait imposer des amendes et, comme maintenant, les autorités devraient avoir le pouvoir de suspendre le permis d'une institution prêteuse en cas de violation flagrante de la loi.

⁵ Voir, par exemple, le rapport annuel pour 1963 de Coronation Credit Corporation Limited.

CAPITAL DES BANQUES

Nous avons fait quelques recommandations au chapitre 7 au sujet du capital des banques. Nous avons recommandé d'abolir les restrictions touchant la valeur au pair des actions de banques et le prix d'émission des nouvelles actions. Nous avons cependant recommandé de conserver la règle qui oblige d'émettre les nouvelles actions au prorata parmi les actionnaires⁶. Nous croyons aussi qu'il faut retenir l'interdiction de prêter sans restriction sur la garantie des actions de banque, car il est mauvais en principe qu'une banque prête sur la garantie de son propre capital. De plus, prêter contre la garantie des actions d'autres institutions bancaires pourrait créer des difficultés et entrer en conflit avec nos recommandations du chapitre précédent au sujet de la propriété des actions d'institutions bancaires; mais dans ce dernier cas, on pourrait prévoir une exception au bénéfice des prêts modestes à des individus.

Nous avons considéré attentivement les arguments invoqués pour obliger les institutions bancaires à maintenir un capital minimum par rapport au total de leurs dépôts et de leurs autres engagements ou au total des éléments de leur actif qui comportent des risques. Que la loi l'exige ou non, toute institution saine doit maintenir un capital et des réserves d'un montant suffisant pour protéger ses créanciers contre les pertes qu'elle peut subir sur ses placements. Au surplus, il importe que le capital soit suffisamment élevé afin que les actionnaires apportent un intérêt éveillé à la saine administration de leur société. Nous en sommes venus à la conclusion, toutefois, qu'il n'existe aucune formule capable de tenir compte de tous les facteurs à considérer pour juger de la suffisance du capital. Ces facteurs portent sur: l'âge et la taille de l'institution et l'expérience de sa direction;

⁶ Avec exceptions, à cause de la limitation qui serait imposée aux banques étrangères et à d'autres, si nos recommandations du chapitre 18 sont mises en vigueur, de détenir des actions d'institutions bancaires, ainsi qu'au sujet, comme dans la loi actuelle, des actionnaires habitant dans des pays où on ne peut leur offrir d'actions sans avoir à divulguer des renseignements qui ne sont pas fournis selon les lois canadiennes.

l'échéance, les risques et la diversification de son portefeuille, y compris la sorte de garanties subsidiaires qu'elle détient sur ses prêts; les responsabilités indirectes ou éventuelles qu'elle peut avoir assumées, incluant celles qui découlent d'affaires de fiducie; ses immobilisations et ses engagements découlant des baux qu'elle a signés pour les immeubles qu'elle occupe; etc.

Ainsi, toutes choses égales par ailleurs, une petite institution nouvellement établie a besoin de plus de capital relativement qu'une autre de moyenne importance qui, elle-même, devra maintenir un coefficient de capital plus élevé qu'une institution importante établie depuis longtemps; une institution qui consent des prêts risqués à une seule industrie dans une seule localité requerra évidemment plus de capital qu'une autre qui ne transige que sur des valeurs pratiquement sans risques ou qui fait des affaires très diversifiées industriellement et géographiquement; la même sorte de prêt peut être moins risquée pour une institution que pour une autre parce que le client et sa réputation sont peut-être mieux connus de l'institution, ou parce qu'elle a une compétence spéciale pour cette sorte d'affaires, ou parce que la garantie diffère un peu de forme, ou peut-être parce que le contrat pourvoit à un remboursement plus rapide; une institution qui peut recourir à une source de capital supplémentaire, comme à un fonds d'assistance mutuelle, peut montrer à son bilan un capital moindre qu'une autre qui n'a pas la même faculté; les institu-

tions qui ont de lourds investissements en locaux de caractère spécial et en autres immobilisations ou qui ont des engagements onéreux à titre de loyer requièrent plus de capital que celles qui sont dans une situation différente; et, finalement, un coefficient approprié de capital dans des circonstances économiques données peut être tout à fait insuffisant en d'autres circonstances si, par exemple, l'économie locale ou nationale subit quelque changement structurel. Une formule qui requiert assez de capital pour faire face à toutes les éventualités possibles en tout temps peut être onéreuse sans nécessité, mais une formule moins exigeante peut être insuffisante pour certaines institutions.

Dans la pratique, le rapport du capital à l'actif, ou du capital à la partie sous risque de l'actif, varie considérablement d'une institution à une autre, tel qu'on peut s'en rendre compte par le tableau 19-1. Durant la période d'après-guerre, le coefficient de capital des banques d'épargne et des compagnies de fiducie et de prêts hypothécaires a décliné par rapport à leur actif total comme à leur actif sous risque par suite de la réduction de leurs gros placements du temps de guerre en valeurs du gouvernement, de l'extension des pouvoirs de prêter des banques d'épargne, de la diminution des exigences légales en matière de capital pour les sociétés de fiducie et de prêts hypothécaires. Les banques à charte commencèrent à émettre du capital-actions sur une grande échelle après la révision de la Loi sur les banques en 1954 qui leur permettait de le faire sans avoir à

TABLEAU 19-1
CAPITAL ET RÉSERVES EN POURCENTAGE DE L'ACTIF TOTAL^a

—	Banques à charte	Banques d'épargne de Québec	Compagnies de fiducie	Compagnies de prêts hypothécaires	Caisses populaires ^b	Credit unions ^b	Compagnies de finance
1946.....	5	12	24	27	n.d.	n.d.	n.d.
1954.....	6	9	15	17	5	3	13
1961.....	6	8	10	15	5	4	14

^a Les réserves spécifiques ne sont pas comprises.

^b Seulement le fonds de réserve, et non les bénéfices non distribués. Ces derniers sont distribuables presque complètement aux membres tôt après la fin de l'année et ne font pas partie du capital permanent des sociétés.

offrir des actions à leurs actionnaires étrangers, ce qui les dispensait de se soumettre aux exigences étrangères en ce qui concerne la divulgation de leurs réserves internes, des traitements des dirigeants et d'autres informations qui ne sont pas publiées au Canada. Avant cette date, la capitalisation des banques était devenue inférieure au niveau qu'elles désiraient maintenir.

Les caisses populaires, les credit unions et les compagnies de finance ont eu également tendance à accroître leur capital par rapport à leur actif. Ces tendances différentes ont eu pour effet de rapprocher plus qu'auparavant la position du capital des différentes institutions, mais il subsiste encore beaucoup de disparités. Bien que la définition de l'actif sous risque soit arbitraire, le tableau 19-1 confirme l'opinion qu'on ne peut attacher de signification véritable à un coefficient unique ou à une série de coefficients. Par exemple, le risque attaché aux prêts d'une credit union est sensiblement réduit du fait de la connaissance spéciale qu'elle a de ses emprunteurs et de la pression sociale qu'un organisme coopératif peut exercer sur ceux qui négligent de rembourser; un coup d'œil à leur seul coefficient d'actif sous risque ne suffit donc pas pour apprécier leur véritable situation. Nous n'avons pas tenté de faire une comparaison détaillée avec la situation dans d'autres pays, mais les chiffres fournis par l'Association des banquiers canadiens confirment que les mêmes différences se manifestent à l'étranger; un tableau montrant le rapport entre le capital et les dépôts dans les vingt plus grandes banques du monde donnait un éventail de taux allant d'un peu plus de 4 p. 100 dans le cas d'une banque anglaise, jusqu'à 14 p. 100 dans le cas d'une institution des États-Unis⁷.

Nous concluons, par conséquent, que la législation qui régleme les institutions financières ne devrait pas fixer de coefficient statutaire entre le capital et l'actif. Elle devrait établir un chiffre minimum statutaire relativement bas pour fonder une institution bancaire afin de ne pas décourager la création de petites sociétés spécialisées; mais, en même temps, elle devrait donner à l'autorité de surveillance le pouvoir—sujet à appel au

conseil du Trésor—de demander un capital plus fort lorsque cela paraît nécessaire pour assurer la solidité de l'institution et, en particulier, pour absorber les frais probables d'établissement et de départ en affaires. Nous comprenons que c'est la situation qui existe dans le moment aux termes de la Loi sur les banques. La stipulation de la présente loi à l'effet qu'une nouvelle banque doit avoir un capital versé d'au moins \$500,000 comme minimum légal requis semble appropriée. Les autres qualifications pour obtenir une charte ou des lettres patentes de compagnie devraient être tenues à un minimum, quoique la loi devrait, dans notre opinion, stipuler que les requérants soient de bonne réputation et possèdent une solide expérience en affaires.

Les institutions une fois en opération, l'Inspecteur général devrait avoir le pouvoir d'exiger qu'un capital suffisant et non entamé soit maintenu afin d'assurer que l'entreprise est sagement administrée. Tout en évitant d'adhérer à des règles rigides, l'Inspecteur général tiendrait sans doute compte du taux de pertes de l'institution concernée, des conditions économiques en général dans le district où elle fait affaires et des divers facteurs que nous mentionnions plus haut en discutant du sujet.

L'une des façons de compromettre sérieusement la solidité du capital d'une institution consiste à faire des prêts ou des placements pour des montants individuels trop élevés. Nous recommandons, par conséquent, que tous les prêts ou placements dépassant 5 p. 100 du capital et des réserves soient rapportés à l'Inspecteur général⁸. Les banques ne devraient pas avancer, ou s'engager de quelque manière à avancer, une somme dépassant une proportion raisonnable de leur capital et de leurs réserves à un même emprunteur (sauf les gouvernements fédéral et provinciaux et les gouvernements semblables à l'étran-

⁷ Mémoire de l'Association des Banquiers, tableau VIII, page 148.

⁸ Selon les règlements actuels, qui devraient être conservés, le Ministre reçoit aussi copies des rapports des vérificateurs sur les prêts de plus de 1 p. 100 du capital et des réserves qui présentent un danger probable de perte. De plus, l'Inspecteur général, en utilisant son pouvoir général de demander des renseignements des banques, obtient des rapports sur tout prêt qui dépasse un certain montant fixé pour chaque banque, et il devrait continuer de le faire s'il le considère nécessaire.

ger). L'Inspecteur général devrait continuer de veiller à ce que chacune adhère à de prudentes pratiques de prêts. On devrait conserver la disposition actuelle de la Loi sur les banques qui interdit à un administrateur de prendre part aux décisions concernant les crédits en sa faveur ou en faveur d'entreprises auxquelles il est associé, ainsi que la disposition que tous crédits de ce genre qui dépassent 5 p. 100 du capital de la banque soient approuvés par les deux tiers des autres administrateurs présents. De plus, l'Inspecteur général devrait recevoir copie des déclarations d'intérêt des administrateurs et le détail de chaque prêt en question⁹; une divulgation semblable pourrait être faite du total des traitements et bonis versés aux directeurs et aux administrateurs.

L'Inspecteur général serait ainsi à même de constater toute tendance indésirable, et il devrait avoir le pouvoir d'obliger chaque institution à dévoiler les montants en jeu dans son rapport annuel aux actionnaires ou plus fréquemment si jugé nécessaire. Il aurait de plus, naturellement, le pouvoir primordial d'exiger d'une institution qu'elle cesse de consentir des prêts aux administrateurs ou à d'autres si ces prêts semblaient être de nature à compromettre la solidité de l'institution concernée.

RÉSERVES INTERNES

Les banques à charte actuelles, comme les autres institutions financières et les entreprises non financières, peuvent établir des réserves spécifiques à même leurs revenus avant impôt pour amortir la valeur de certains postes de l'actif à leur valeur réalisable estimée; comme pour les autres contribuables, les recouvrements subséquents en excédent de la valeur amortie des comptes concernés doivent être considérés comme des revenus imposables. Cependant, les banques peuvent aussi établir, à même leurs revenus avant impôt, des réserves pour éventualités afin

de parer aux pertes futures imprévues. Le total de ces deux catégories de réserves est assujéti à une limite fixée par le Ministre des Finances¹⁰. Les réserves spécifiques aussi bien que pour éventualités sont divulguées à l'Inspecteur général des banques, mais elles sont secrètes en ce sens qu'elles ne sont pas déclarées au public ni aux actionnaires. En plus, les lois fiscales n'empêchent pas les banques—ni les autres contribuables—de constituer des réserves secrètes à même leurs revenus après impôt, mais elles doivent divulguer le total de l'impôt qu'elles paient chaque année.

A compter du moment où les règlements concernant les réserves internes des banques furent établis, en 1944, jusqu'à 1954, le Ministre des Finances autorisait tout montant de réserves spécifiques qu'une banque pouvait raisonnablement réclamer, plus des réserves pour éventualités jusqu'à concurrence de 2 p. 100 des valeurs des gouvernements du Canada, des États-Unis et du Royaume-Uni échéant dans un an ou plus, de 3 p. 100 des valeurs de gouvernements provinciaux et de 5 p. 100 des autres placements et des prêts¹¹, lettres de crédit et soldes créditeurs en devises étrangères. Les règlements furent modifiés en 1955, de manière à limiter aux mêmes pourcentages l'ensemble des réserves spécifiques et pour éventualités, et en 1957, alors qu'il ne fut plus permis de faire des réserves à l'égard des valeurs des gouvernements fédéral et provinciaux, lesquelles devraient être comptabilisées à leur

¹⁰ Les prêteurs hypothécaires, incluant les sociétés de fiducie et de prêts hypothécaires, ont droit en vertu de l'article 85G de la Loi de l'impôt sur le revenu de soustraire, chaque année, de leur revenu avant impôt une somme équivalant à 4 p. 100 de leur portefeuille d'hypothèques ordinaires en vue de constituer une réserve pour éventualités publiée, limitée à 3 p. 100 du portefeuille. Cette disposition et celle qui est prévue pour les banques sont les seules exceptions à la règle générale qui ne permet pas aux contribuables de constituer des réserves pour éventualités. Toutefois, certains aspects des règlements concernant l'amortissement des immobilisations pour les fins du calcul de l'impôt peuvent induire les établissements financiers et autres à faire des immobilisations; et cela pourrait être considéré, à certains égards, comme un équivalent au stimulant que représentent les réserves pour éventualités des banques; l'analogie en est une, toutefois, que nous ne voudrions pas pousser trop loin.

¹¹ A l'exclusion des prêts consentis aux gouvernements du Canada, des États-Unis et du Royaume-Uni ou garantis par ces derniers, des prêts garantis pour obligations du gouvernement fédéral en voie d'être achetées à tempérament, et des prêts consentis à d'autres banques ou garantis par celles-ci.

⁹ Actuellement, les banques doivent annexer aux rapports mensuels qui donnent leur bilan, selon l'annexe M, «le montant global des prêts consentis aux administrateurs ou aux maisons dont ils sont membres, et des prêts dont ils sont garants».

coût. Les changements annuels de leur valeur aux livres ainsi que les profits ou pertes résultant de transactions sur ces titres doivent maintenant être passés par le compte profits et pertes.

En 1960, les pourcentages fixes furent remplacés par un pourcentage unique et variable qui change chaque année proportionnellement aux fluctuations de la moyenne des pertes enregistrées au cours des 25 années précédentes par toutes les banques. Le point de départ pour ce calcul fut établi à 24 fois les pertes moyennes subies depuis 25 ans, ce qui donnait un taux de 4.944 p. 100 en 1959, soit un pourcentage assez rapproché de la limite antérieure de 5 p. 100 pour qu'il n'y ait pas de solution de continuité. Depuis, le pourcentage a décliné du fait que les pertes subies au cours des récentes années ont été basses comparativement à celles des années du début de la période qui, chaque année, sont éliminées une à une du calcul; le taux maximum permis en 1962 fut de 3.504 p. 100 de l'actif éligible pour les réserves. Si le pourcentage des réserves spécifiques demeure le même qu'en 1962, le maximum des réserves générales pour éventualités alloué en 1963 aura été d'environ 2.8 p. 100.

Il y a deux questions principales à considérer: devrait-on, et si oui dans quelle mesure, accorder aux institutions bancaires le droit d'accumuler des réserves pour éventualités libres d'impôt; et ces réserves devraient-elles être secrètes. Au Canada et ailleurs, les arguments et les précédents ne sont pas concluants; nous avons pesé tous les aspects du problème, mais nous devons reconnaître que notre opinion demeure une affaire de jugement.

Il n'y a pas de problème au sujet des appropriations aux réserves spécifiques contre les pertes probables: faire provision de façon raisonnable pour de telles pertes futures probables est une sage pratique d'affaires universellement reconnue, et les autorités fiscales permettent de soustraire ces provisions du revenu imposable. C'est la question des réserves pour éventualités exemptes d'impôt qui est contentieuse: ceux qui les prétendent nécessaires invoquent le fait qu'elles existent aux États-Unis, qu'elles constituent pour les banques un encouragement additionnel à met-

tre de côté ce qui représente, en somme, du capital supplémentaire dans les bonnes années où elles pourraient être tentées autrement de moins se soucier de leur coefficient de capital, et qu'elles peuvent avoir pour effet d'encourager la direction des banques à adopter des pratiques de prêt plus libérales. Ceux qui s'opposent à l'exemption d'impôt sur les réserves pour éventualités signalent le cas des banques anglaises (qui doivent payer l'impôt sur leurs réserves générales), prétendent qu'une bonne administration et une bonne surveillance assureront la suffisance des comptes de capital, et soutiennent que l'exemple d'institutions financières qui n'ont pas d'exemption d'impôt pour leurs réserves indique qu'on n'a pas besoin de cela pour adopter des pratiques de prêts agressives.

Nous reconnaissons que c'est là une question sur laquelle on ne peut faire d'affirmation catégorique, mais nous sommes d'opinion que l'existence de ces réserves a contribué à la solidité du système bancaire canadien. Nous recommandons, par conséquent, que le droit d'accumuler de telles réserves soit maintenu et, bien entendu, accordé à toutes les institutions bancaires. On devrait naturellement limiter la mesure dans laquelle on pourrait en accumuler sans payer d'impôt. L'avantage pour les institutions se trouve dans le fait qu'elles peuvent utiliser des fonds qui seraient autrement versés en impôt. Ainsi, comme illustration, si on suppose que les réserves pour éventualités sont de 300 millions de dollars, les banques ont l'usage de 150 millions qui, autrement, seraient allés aux autorités fiscales (en prenant un taux de 50 p. 100 d'impôt sur le revenu des entreprises). Si le rendement de ces fonds est d'un peu plus de 5 p. 100 avant impôt, leurs bénéfices bruts sont augmentés de 8 millions de dollars, et leurs profits après impôts de la moitié de ce montant. Ces chiffres se comparent pour 1962 avec ceux des profits avant impôts des banques de 189 millions, de leurs dividendes de 60 millions, et de leur capital de près de 1.1 milliard. On peut prétendre que les déposants et les emprunteurs sont avantagés du fait de ces profits additionnels, mais il semblerait que l'avantage le plus direct revient aux actionnaires.

Le niveau actuellement autorisé pour les réserves pour éventualités exemptes d'impôt semble suffisant pour parer à des pertes extraordinaires qui surviendraient durant plusieurs années. Cependant, l'expérience d'après-guerre a été favorable et pourrait bien être trompeuse; une formule basée sur cette expérience peut réduire le plafond des réserves à un niveau insatisfaisant. A cause de la modification des règles et de la petitesse des pertes des banques ces dernières années, le rapport des réserves des banques à leurs prêts et à leurs titres de municipalités et d'entreprises a été coupé de moitié à peu près durant les derniers dix ans. A notre avis, il serait sage de mettre un terme à cette tendance et nous recommandons donc d'adopter un coefficient fixe pour calculer le maximum des réserves exemptes d'impôt. Le niveau auquel ce taux devrait être établi implique, cela va de soi, une décision arbitraire. Au Royaume-Uni où les réserves sont imposables, il n'y a pas de limite, tandis qu'aux États-Unis, la limite est basée en fonction des pertes de chaque banque sur une période quelconque de 20 années consécutives, à partir d'une date non antérieure à 1927. Le maximum permis est de trois fois la moyenne annuelle, des pertes de cette période, ce qui, sauf erreur, établit en pratique un plafond plus bas pour les grandes banques des États-Unis que celui qui s'applique aux banques canadiennes. Cependant, le Comité Saxon, composé de banquiers nommés par le Contrôleur de la Monnaie des États-Unis, a recommandé que le maximum soit élevé au taux uniforme de 5 p. 100 pour toutes les banques¹².

L'expérience de pertes des banques canadiennes est évidemment un fait dont on doit tenir compte pour déterminer le taux maximum à autoriser pour les réserves pour éventualités. Durant la période favorable qui a suivi 1950, les pertes des banques sur les prêts ont été, en moyenne, d'environ $\frac{1}{4}$ de 1 p. 100, le résultat de la moins bonne année ayant été d'un peu moins de $\frac{1}{4}$ de 1 p. 100. Toutefois, cette expérience ne constitue pas véritablement un guide pour déterminer ce qui est approprié en

prévision de temps critiques; on peut se souvenir d'une certaine période de cinq années dans les années '30 où les pertes furent en moyenne de $1\frac{1}{4}$ p. 100 des prêts. Même si le retour de circonstances aussi difficiles n'est pas probable, il faudrait aussi se rappeler que les taux de profits avant pertes des banques étaient pendant ces années beaucoup plus élevés qu'il ne le sont aujourd'hui¹³.

Le choix d'un taux de réserves dépend aussi de la question de savoir si on va ou non inclure les réserves spécifiques dans le total sujet à la limite. La pratique canadienne actuelle d'appliquer une seule limite au total combiné des réserves spécifiques et pour éventualités efface la distinction bien réelle qu'on doit faire entre les pertes prévues dans des cas identifiés et les risques généraux du commerce bancaire. De plus, elle empêche de traiter chaque banque différemment en fonction de son expérience courante en matière de pertes. Nous ne sommes pas en faveur de la méthode américaine de fixer le plafond des réserves séparément pour chaque banque sur la base de sa propre expérience antérieure, car cela peut créer des injustices sérieuses lorsque la nature des affaires d'une banque et la qualité de sa direction change avec les années. D'un autre côté, il est désirable de laisser place à quelque forme d'adaptation à la situation particulière de chaque banque; et ne pas compter les réserves spécifiques parmi les réserves sujettes à un plafond—comme on le faisait autrefois au Canada—est la manière logique d'obtenir ce résultat. Nous recommandons donc de rétablir l'ancienne pratique, et de limiter les réserves générales pour éventualités à 3 p. 100 des valeurs éligibles à l'établissement de réserves, soit une modeste augmentation du niveau actuel d'environ 2.8 p. 100.

Séparer les réserves spécifiques des réserves contingentes peut créer des problèmes aux autorités fiscales et à l'Inspecteur général, qui aura à s'assurer que les provisions spécifiques ne sont pas excessives. A l'heure actuelle, quelques ban-

¹³ Durant cette période, les profits après impôts dépassèrent de 72 millions de dollars le montant des pertes, mais les dividendes furent réduits à 60 p. 100 de ce qu'ils étaient en 1929 et ne furent maintenus à ce niveau qu'en diminuant les réserves internes.

¹² *National Banks and the Future, The Report of the Advisory Committee on Banking to the Comptroller of the Currency, 1962.*

ques ont tendance à faire des allocations plutôt généreuses aux réserves spécifiques, étant donné que la distribution des provisions a peu d'importance dans les limites du maximum combiné. Ce problème se pose aussi pour les autres contributables et ne devrait pas être insurmontable. De grandes fluctuations dans la valeur au marché de leurs obligations de municipalités et d'entreprises, ainsi que dans leurs soldes créditeurs en devises étrangères, pourront aussi causer aux banques des problèmes de transfert de réserves d'une catégorie à l'autre, mais cela aussi peut être assez facilement résolu si l'on prend pour acquis que les banques ne varieront pas considérablement le montant global de leurs provisions pour réserves à moins de changements dans la situation générale des affaires ou dans les pertes subies ou prévues. Si l'on décidait que ces difficultés sont plus grandes que les avantages de traiter les réserves spécifiques à part, le taux maximum que l'on devrait alors appliquer aux réserves combinées ne devrait pas être inférieur à 3½ p. 100—c'est-à-dire 3 p. 100 plus le taux actuel des réserves spécifiques—et peut-être à 4 p. 100. Nous indiquons ce dernier taux dans l'idée qu'il est désirable de laisser aux banques de la flexibilité pour faire des provisions suffisantes pour leurs réserves.

Autant que la question des réserves pour éventualités elles-mêmes, celle du secret observé à leur égard a été très débattue. Au Royaume-Uni, le Comité Jenkins a, en 1962, recommandé le maintien du secret par un vote de 9 à 5, tandis qu'aux États-Unis le Comité Saxon a recommandé que les réserves soient divulguées, une pratique qui, de toute façon, est présentement adoptée par plusieurs banques américaines. Au Canada, les enquêtes de 1944 et de 1954 par le Comité de la Chambre des Communes sur la Banque et le Commerce ont conclu que la publication de pertes imprévues et exceptionnellement élevées en une année donnée pourrait affecter défavorablement la confiance dans une banque et même dans l'ensemble du système bancaire. Ainsi, l'expérience et des précédents appuient les arguments de ceux qui pensent qu'il est nécessaire d'avoir des réserves internes secrètes pour atténuer les fluctuations dans les profits

déclarés, pour maintenir la confiance du public et pour encourager la direction des banques à prendre des risques qu'elles ne voudraient pas assumer s'il leur fallait divulguer une grosse perte de temps à autre à cause de leurs pratiques plus audacieuses. A l'appui de cette opinion, l'on prétend aussi qu'il est plus difficile, de toute façon, de déterminer les profits d'une banque que ceux d'autres entreprises, étant donné que les conséquences d'une erreur de jugement peuvent ne se manifester que beaucoup plus tard.

D'autre part, les opinions d'observateurs avertis et l'expérience d'autres institutions financières au Canada et ailleurs pourraient être invoquées à l'appui du point de vue opposé à l'effet que les rumeurs peuvent être plus dommageables que les faits, que le public est suffisamment informé pour accepter l'idée que des pertes occasionnelles sérieuses font normalement partie des affaires de banque, que les actionnaires ont droit d'être renseignés sur la façon dont leur entreprise et sa direction se comportent et qu'enfin l'obligation de publier les faits constitue une bonne discipline pour la direction. Dans notre opinion, rien ne s'oppose impérativement à la divulgation, mais il nous apparaît que la décision appartient aux autorités et aux actionnaires concernés. Si, dans une proportion importante, les actionnaires étaient en faveur de la divulgation—à notre connaissance, ce n'est pas le cas—nous croyons que la direction des banques ne devrait pas s'y opposer. Cependant, nous considérons que les réserves sur lesquelles l'impôt a été payé devraient, en tout cas, être incorporées dans le compte des actionnaires publié, puisque le secret n'a pas sa raison d'être quand les réserves internes dépassent le coefficient jugé approprié par les autorités. Les règles de comptabilité généralement reconnues demandent de porter au bilan les réserves libérées d'impôt, et il n'y a pas de raison pour y faire exception dans le cas des banques ou des autres institutions financières.

Quelle que soit la solution apportée à la question de la divulgation des réserves exemptes d'impôt, nous recommandons que l'expérience des pertes, les réserves spécifiques et pour éventualités et les réserves libérées d'impôt de toutes

les banques globalement soient publiées chaque année avec un état comptable des changements survenus dans les comptes de réserves. Cela donnera une certaine indication de la tendance des affaires et pourra donner l'utile résultat de détruire quelques mythes au sujet de l'importance des réserves. Si les chiffres des banques individuelles ne sont pas publiés, nous recommandons aussi que le Ministre des Finances élabore des règlements appropriés afin d'assurer que les provisions aux réserves et leurs retraits ne soient pas utilisés de manière à laisser croire que les bénéfices évoluent dans un sens différent de celui que pourrait raisonnablement déduire une personne au courant de tous les faits. Si, par exemple, les profits baissent considérablement à cause de pertes anormales ou de tout autre facteur, il ne devrait pas être permis aux banques de déclarer une augmentation ou seulement une diminution nominale des profits; la considération, si importante qu'elle soit, de protéger le déposant ne justifie pas de tromper l'actionnaire et le public.

Enfin, conformément à notre propre opinion que la divulgation des affaires des entreprises en général devrait être améliorée, nous recommandons que les états de profits et pertes des banques soient plus détaillés; chaque banque devrait être obligée légalement de fournir à ses actionnaires des informations sur les sources de ses recettes, sur la nature de ses frais et les autres renseignements pertinents dont les actionnaires ont besoin pour porter jugement sur l'efficacité de la direction. Cela pourrait se faire sous une forme semblable à celle de la présente annexe «Q» de la Loi sur les banques, sauf modifications dans le cas où les appropriations aux réserves internes ne seraient pas divulguées. De plus nous considérons qu'il n'est pas normal que les vérificateurs nommés par les actionnaires ne soient pas tenus de certifier l'état de profits et pertes d'une institution financière quelconque alors qu'ils le font pour les autres entreprises. Nous n'avons pas discuté des problèmes que posent cette certification avec le monde des comptables, mais nous suggérons que l'Inspecteur général des banques et un comité formé au sein du groupe des vérificateurs de banques étudient cette question et en arrivent à

une conclusion sur la possibilité de fournir ce certificat et sur la forme qu'il devrait avoir. La question prend d'autant plus d'importance que nous avons recommandé d'amener sous l'empire de la loi fédérale plusieurs classes d'institutions financières actuellement soumises à des prescriptions variées en matière de rapports et de divulgation.

Quoique la question des réserves pour éventualités exemptes d'impôt dans le cas des institutions bancaires repose principalement sur des considérations de protection pour les déposants, les autorités pourraient vouloir accorder des privilèges semblables à d'autres institutions, telles que les sociétés de fiducie et de prêts hypothécaires qui n'émettent pas de créances à demande ou à court terme. Ces sociétés, ainsi que les compagnies de fiducie et de prêts hypothécaires qui vont être régies par la législation bancaire, ont actuellement droit de constituer à même leurs profits avant impôts des réserves égales à 3 p. 100 de leur portefeuille d'hypothèques ordinaires. Nous ne voyons pas de raison pour modifier cette règle, mais il pourrait être désirable d'appliquer aussi à ces institutions les règles applicables aux institutions bancaires. Pour ce qui est des centrales de credit unions et de caisses populaires, leurs fonds de réserves devraient être considérés comme des réserves pour éventualités exemptes d'impôt soumises aux mêmes règles que les autres institutions bancaires: les caisses populaires et credit unions locales, bien qu'elles ne seraient pas régies par la loi fédérale, devraient aussi recevoir le même traitement fiscal¹⁴.

RÉSERVES D'ENCAISSE ET LE RÉGIME DE LA COMPENSATION

Ainsi que nous l'avons déjà signalé, toute institution financière doit conserver une certaine encaisse pour être capable d'effectuer les paiements qu'elle est obligée de faire dans le cours ordinaire de ses affaires; ces paiements peuvent

¹⁴ Celles qui ont actuellement des fonds de réserve supérieurs à la limite devraient payer l'impôt sur toute addition ultérieure, mais non sur l'excédent qu'elles pourraient avoir accumulé au moment où la loi entrerait en vigueur.

être dus à des retraits d'argent ou de dépôts de ses clients ou à des achats de valeurs par l'institution elle-même. Il est clair qu'une institution qui ne garderait pas une encaisse suffisante—ou des placements liquides ou des ouvertures de crédit auprès d'autres institutions, facilement convertibles en encaisse—serait incapable de rencontrer ses obligations et devrait tôt ou tard fermer ses portes. En plus de ces soldes réguliers pour ses affaires courantes, chaque institution doit garder en mains, ou pouvoir obtenir sans délai, l'encaisse nécessaire pour rencontrer tout paiement important imprévu. Aussi, même si les banques à charte et les banques d'épargne du Québec sont seules légalement tenues de maintenir leur encaisse à un coefficient déterminé, toutes les autres institutions qui émettent des créances à court terme détiennent, en fait, des réserves d'encaisse comparables pour les besoins de leurs affaires particulières. Le tableau 19-2 montre les coefficients d'encaisse conservés en fait par un groupe choisi d'institutions.

Admettant que toute institution bancaire qui désire demeurer en saine posture doit disposer d'une encaisse suffisante, la question de savoir si les autorités devraient stipuler un minimum est une autre chose. Au sujet des coefficients de capital, nous avons recommandé de n'en pas imposer; et on pourrait penser qu'il est inconséquent de conclure autrement en ce qui concerne les réserves d'encaisse. Si la saine administration des institutions et la protection du public étaient les seuls points à considérer, des coefficients d'encaisse en soi seraient de peu d'utilité. Le meilleur moyen pour une institution de pourvoir à ses besoins de liquidité, qu'ils soient créés par ses créances à demande ou par l'arrivée à échéance de ses obligations à terme ou à préavis, c'est de conserver une proportion adéquate de son actif en valeurs facilement négociables en plus de son encaisse. Toutefois, des prescriptions au sujet de l'encaisse font aussi partie des mécanismes de contrôle monétaire—peut-être pas de manière aussi cruciale que certaines discussions porteraient à le croire, mais de façon importante tout de même.

Toutes les institutions sont affectées par les modifications de la politique monétaire, peu importe la forme et la localisation de leurs réserves d'encaisse. Leur expérience à travers les années et durant les cycles des politiques de crédit a été décrite avec assez de détails dans les chapitres précédents; on y a montré que leur situation dépend de leurs succès dans la concurrence pour obtenir des affaires, et non directement du fait que leurs réserves sont tenues à la banque centrale ou ailleurs ou bien qu'elles sont conservées à tel niveau plutôt qu'à tel autre. Nous avons couvert ce sujet dans le chapitre 6 et dans l'annexe qui le suit. Ainsi, l'aptitude de la banque centrale à influencer le comportement des institutions et les conditions de crédit ne requiert pas qu'on impose des coefficients d'encaisse à toutes les institutions bancaires, puisqu'elle peut toujours intervenir pour annuler les changements dans les courants de crédit qui résultent des fluctuations dans les préférences du marché et dans la position des institutions en concurrence. Aussi longtemps que la banque centrale a le pouvoir de modifier les conditions auxquelles ses propres créances—la monnaie ultime du système—sont disponibles, et aussi longtemps que les institutions sont libres de se faire concurrence sur un pied d'égalité raisonnable pour obtenir leurs fonds, les réactions de ces dernières devant les variations du volume disponible de monnaie de la banque centrale se propageront, et elles renforceront l'effet de resserrement ou de détente visé par la banque centrale en la manière indiquée au chapitre 6.

Toutefois, les exemples simplifiés que nous avons donnés dans ce chapitre ont aussi démontré que les réactions du système sont moins assurées et moins prévisibles si les principales institutions de banque ne s'efforcent pas de maintenir à un minimum connu et stable leur réserve d'encaisse. Autrement, les institutions qui perdent de l'encaisse pourraient décider de s'accommoder au moins temporairement de réserves plus basses (ou, dans des circonstances inverses, de conserver plus d'encaisse que d'habitude), plutôt que d'ajuster la composition de leur actif et leurs taux

d'intérêt de façon à transmettre immédiatement les effets des mesures de politique monétaire à d'autres secteurs du système financier. Devant la lenteur de la réponse des institutions bancaires, la banque centrale aurait à intervenir davantage afin d'obtenir le changement qu'elle désire apporter aux conditions de crédit. Les marchés pourraient alors réagir d'une façon plus violente que désirée, avec le résultat que les opérations massives de la banque centrale et la réaction irrégulière des institutions pourraient créer de l'incertitude, même de la confusion, dans les marchés financiers. Un régime de coefficients différents, comme celui décrit par le président de la Banque Royale du Canada, selon lequel chaque banque choisirait son propre coefficient et informerait la banque centrale de son choix, pourrait fonctionner de façon tolérable, mais les coefficients très différents et leurs changements compliqueraient inutilement la tâche de tous et chacun.

On ne peut jamais être absolument sûr de la réaction du système bancaire—il est même important que celui-ci soit capable d'aider à absorber les fluctuations temporaires dans les préférences financières de la collectivité—mais ces difficultés peuvent être aplanies si les institutions bancaires s'efforcent de maintenir des coefficients connus de réserves. Dans notre système, il suffirait, comme l'a indiqué la Banque du Canada, que seules les banques à charte actuelles y soient astreintes, parce qu'elles occupent une place très importante dans les principaux marchés de valeurs mobilières et qu'elles jouent un rôle de grand poids dans la concurrence entre les institutions. Néanmoins, nous croyons que l'équité à l'endroit d'institutions ayant les mêmes pouvoirs commande que des exigences semblables soient imposées à toutes les institutions bancaires, de façon à obliger chacune à détenir la même proportion d'actif qui ne rapporte rien. D'ailleurs, si les institutions bancaires «extérieures» deviennent plus considérables et si elles s'intéressent plus directement aux prêts à court terme et aux opérations sur le marché monétaire, il pourra devenir de plus en plus difficile de maintenir un

contrôle ferme sur tout le système financier à moins de les assujettir à des coefficients d'encaisse spécifiques.

L'existence d'un minimum requis, bien que de peu d'importance en soi pour garantir la solvabilité d'une institution, donnera néanmoins une sanction juridique aux pratiques administratives des institutions les plus solides et améliorera celles des autres: elle contribuera ainsi à la protection du public. Enfin, quoique l'encaisse prescrite ne puisse elle-même servir aux besoins de liquidité (sauf dans la mesure où une formule de moyennes permet à une institution de compenser d'un jour à l'autre les mouvements de sortie et de rentrée de fonds), le fait de savoir qu'une encaisse minimum doit être maintenue devrait porter les institutions à conserver une liquidité suffisante pour se protéger. Le rapport récent du Comité du Président sur les institutions financières des États-Unis a attaché beaucoup d'importance à ce rôle des prescriptions concernant les réserves d'encaisse et au pouvoir accru qu'elles donnent à l'autorité de surveillance de faire observer de saines pratiques dans tous les aspects des affaires des institutions¹⁵.

La détermination des coefficients de réserves est nécessairement quelque peu arbitraire, mais il serait difficile d'imaginer un système plus arbitraire que celui qui existe. Les coefficients ne devraient pas être beaucoup au-dessus du niveau auquel une institution bien administrée les maintiendrait de toute façon; ainsi l'extension de cette prescription à de nouvelles classes d'institutions affecterait aussi peu que possible les institutions sagement établies. Toutefois, ces coefficients devraient être suffisamment élevés pour induire les principales institutions bancaires à s'y maintenir d'aussi près que possible en tout temps.

La réserve d'encaisse normalement requise pour les opérations varie sensiblement selon les différentes sortes d'engagements: un coefficient approprié pour la protection du public dans le cas des banques, dont une proportion considérable des affaires est à demande et volatile, serait

¹⁵ Rapport du «Committee on Financial Institutions to the President of the United States», Washington, 1963, spécialement, p. 17.

inutilement élevé dans le cas des institutions qui ont peu de comptes à demande et beaucoup d'engagements à terme de diverses sortes. Pour tenir compte de cette différence, nous recommandons l'application d'un coefficient plus élevé sur les créances qui sont transférables par chèques ou sur l'ordre des clients ou qui sont remboursables à demande ou sur bref préavis à un prix déterminé, et d'un coefficient moins élevé sur les autres créances bancaires dont le terme initial est d'un an ou moins¹⁶. On se rappellera que pour définir les institutions bancaires nous avons adopté comme base l'émission par une institution de créances à demande ou échéant dans les 100 jours, autrement que par l'intermédiaire de négociants en valeurs ou autres agents indépendants sur les marchés de valeurs mobilières. Pour déterminer les coefficients d'encaisse, nous nous rendons à un an afin d'éviter les situations artificielles qui se produiraient parce que l'on tenterait d'éluder les prescriptions sur les réserves si elles n'étaient applicables qu'aux créances à plus court terme. Les créances à plus long terme ne demanderaient pas de réserve spécifique, bien que, cela va de soi, une institution qui ferait affaires principalement à long terme aurait besoin de garder une certaine encaisse pour ses besoins normaux.

Nous croyons qu'il conviendrait de fixer un coefficient de 8 p. 100 sur les créances à demande ou transférables et sur celles qui sont remboursables sur bref préavis. Pour les autres dépôts à court terme ou pour les créances comparables des institutions bancaires, un coefficient de 4 p. 100—le même que celui en usage présentement aux États-Unis pour les dépôts à terme—serait suffi-

¹⁶ «Bref préavis» pourrait vouloir dire jusqu'à sept jours. La distinction entre les engagements de moins et de plus d'un an se ferait d'après le terme initial au moment de l'émission. S'il s'agissait du terme à courir jusqu'à l'échéance, les engagements à long terme deviendraient automatiquement assujettis aux exigences de réserves à l'approche de l'échéance. On peut soutenir que puisque toutes les créances à court terme sont semblables, peu importe leur terme initial, on devrait obliger les institutions à maintenir des réserves à l'égard de toutes leurs créances qui ont moins d'un an à courir. Cependant cela compliquerait inutilement les choses, sans contribuer pour la peine à la protection de la liquidité de l'institution ni à l'efficacité du contrôle monétaire.

sant¹⁷. Le taux d'intérêt plus élevé à payer sur les dépôts à préavis véritable dissuaderait les institutions de rechercher de tels dépôts simplement en vue de réduire leurs coefficients de réserves. Toutefois, si une institution cherchait à attirer des fonds dans cette catégorie de bas coefficient en promettant de ne pas exiger le préavis, les autorités auraient le pouvoir d'appliquer le coefficient plus élevé sur ces créances¹⁸.

Les rapports qui existent à l'heure actuelle entre l'encaisse et les engagements des institutions envers le public, de même qu'une indication de l'effet des nouvelles exigences, sont fournis dans le tableau 19-2. D'après ces moyennes récentes pour chaque groupe d'institutions, les banques à charte, les banques d'épargne et les caisses populaires seraient tenues de conserver moins d'encaisse que présentement, tandis que les compagnies de prêts hypothécaires étaient, en 1962, pratiquement en ligne avec les nouvelles exigences. D'autre part, l'encaisse des compagnies de fiducie et des credit unions tend en moyenne à s'établir au-dessous des exigences.

La légère réduction indiquée pour les banques à charte tient au fait que leurs dépôts à préavis d'entreprises seraient sujets au coefficient des réserves de 4 p. 100¹⁹. Les dépôts d'épargne actuels qui, dans la pratique, sont transférables à demande commanderaient des réserves de 8 p. 100, mais les banques pourraient réduire davantage leur réserve d'encaisse en offrant à leurs clients une option précise entre un compte transférable par chèques et un compte à terme ou à préavis. Ces

¹⁷ Nous soulignons que la raison principale d'un coefficient plus élevé pour les créances à court terme n'est pas que la chose est nécessaire aux fins du contrôle monétaire par les autorités. Ainsi, nous ne voyons aucune raison de rattacher les coefficients de réserves au taux de virement annuel des dépôts comme il a été proposé dans certains milieux. (Le taux de virement des comptes courants est de quelque 40 fois celui des comptes d'épargne.)

¹⁸ Une autre possibilité serait d'appliquer le coefficient plus faible de réserves aux seuls dépôts qui, rétroactivement, se seraient avérés immobiles—on peut supposer que le calcul se ferait sur la base des intérêts effectivement payés. Cela semble toutefois inutilement compliqué et obligerait les autorités à s'enquérir de la structure des taux de chaque institution pour faire les calculs.

¹⁹ Une partie de ces dépôts à préavis ont un terme initial d'un an ou plus, mais on n'en connaît pas le montant, et on a donc supposé qu'ils étaient tous de moins d'un an dans les calculs du tableau 19-2.

TABLEAU 19-2
ENCAISSES ACTUELLES ET EFFET PRÉVU DES
EXIGENCES DE RÉSERVES PROPOSÉES^a

	Créances à demande et à court terme		Actif total	
	Encaisse actuelle	Minimum proposé	Encaisse actuelle	Minimum proposé
Banques à charte ^b	7.8%	7.7%	7.4%	7.3%
Banques d'épargne du Québec ^b	9.2	8.0	8.7	7.6
Sociétés de fiducie ^b	3.4	6.8	1.7	3.5
Sociétés de prêts hypothécaires ^b	7.8	8.0	1.3	1.3
Caisses populaires ^b	9.0	8.0	8.4	7.5
Credit unions ^b	4.3	8.0	3.9	7.2

^aCes calculs sont établis en prenant l'encaisse et le passif à la même date; ils ne tiennent donc pas compte du décalage de date pour le calcul du passif; si le passif a augmenté, le montant des réserves requises sera inférieur au taux indiqué. Le calcul des exigences proposées est établi en prenant la répartition actuelle des catégories du passif de chaque classe d'institutions.

^bDonnées moyennes des fins de trimestres de 1962. Dans le cas des sociétés de fiducie et de prêts, le mois de décembre n'est pas inclus dans les calculs parce que leurs bilans de fin d'année sont artificiellement gonflés. La proportion des certificats et dépôts à terme échéant dans moins d'un an des compagnies de fiducie a été estimée sur la base de l'enquête citée au chapitre 10. On a supposé que tous les «autres dépôts à préavis» des banques à charte avaient un terme initial de moins d'un an.

^cDonnées de fin d'année 1961 sur une base consolidée pour les centrales et les sociétés locales. Les parts sociales sont ajoutées aux dépôts dans les calculs des deux premières colonnes.

réductions dans le niveau moyen des réserves des banques sont désirables, étant donné que le taux actuel de 8 p. 100 est assurément plus élevé que ce dont les banques ont besoin.

Au surplus, la possibilité de maintenir une plus faible réserve d'encaisse sur leurs dépôts à terme véritables et l'absence d'exigence statutaire sur leurs créances de plus d'un an peuvent encourager les banques à cultiver de nouveaux marchés d'emprunts et de prêts à long terme. Bien que nous ne soyons pas en faveur d'une ségrégation formelle des actifs, la réduction du coefficient rendra les banques plus conscientes de la division naturelle que commande le caractère différent des fonds employés dans leurs affaires.

La situation de chaque société de fiducie diffère considérablement; certaines d'entre elles ont des

engagements importants à demande et à court terme, et d'autres recueillent une forte proportion de leurs fonds sous la forme d'engagements à long terme pour lesquels aucune exigence légale ne s'appliquera. En raison de l'état d'évolution des affaires de ces sociétés, et pour des considérations d'équité vis-à-vis les banques à charte, nous considérons que l'obligation de convertir moins de 2 p. 100 de leur actif en encaisse n'est pas excessive.

En tant que les credit unions sont concernées, nous avons déjà exprimé l'opinion que leur encaisse tend à s'établir à un niveau indésirablement bas; par conséquent, une augmentation de l'importance indiquée ne serait pas dommageable. En tout cas, les credit unions pourraient abaisser sensiblement leur obligation effective en mettant en vigueur leurs règlements de préavis pour les retraits de parts sociales et de dépôts. L'encaisse prescrite pour les centrales de caisses populaires et de credit unions devrait être calculée sur la base des parts sociales et des dépôts consolidés des centrales et de leurs sociétés locales affiliées. Cependant, il pourrait y avoir des difficultés de caractère technique pour la mise en application de la règle, ce qui demanderait d'élaborer des règlements spéciaux qui auraient en gros le même résultat que l'application de la règle générale.

Dans cette question où on ne peut éviter l'arbitraire, nous avons visé à concevoir un régime qui assure la protection du public et une bonne réponse aux mesures de contrôle monétaire, et qui est en même temps simple, équitable et qui ne perturbe pas inutilement les institutions²⁰. Nous croyons que la distinction entre les créances à demande et celles à court terme repose sur un principe sain et réaliste. Afin d'assurer un certain degré de souplesse dans les opérations quotidiennes, et pour s'adapter aux diverses méthodes de compilation statistique des différentes institutions, nous recommandons aussi que, comme présentement, les coefficients soient calculés sur la base d'une moyenne des créances durant une période

²⁰ Il faudra que la Banque du Canada coopère avec les institutions bancaires pour faciliter l'établissement graduel du nouveau régime de réserves, mais cela ne pose pas de gros problèmes.

récente. En partant d'une base connue de dépôts, on obtient une mesure de certitude et—avec un système comportant trois coefficients (8 p. 100, 4 p. 100 et 0 p. 100)—on élimine les problèmes que posent les transferts de fonds d'une catégorie de comptes à une autre. Ainsi que nous le soutiendrons au chapitre 22, le décalage de date de la base actuelle n'entraîne pas de retards indus dans la réaction des banques à l'action de la banque centrale sur leurs réserves ni ne permet aux banques d'échapper à l'effet immédiat de cette action. La question de donner aux autorités le pouvoir de varier ces coefficients pour des raisons de politique monétaire sera traitée dans le même chapitre.

Nous croyons que toutes les institutions bancaires devraient être tenues de placer leurs réserves, autres que le numéraire en main, à la banque centrale. Nous ne recommandons pas cela surtout parce que la situation actuelle pose un problème sérieux de contrôle monétaire—ce qui n'est pas—mais parce que nous croyons que cela favorisera le développement de meilleurs contacts et relations d'affaires entre la Banque du Canada et les institutions qui maintiennent présentement leur encaisse ailleurs. De plus, nous ne voyons aucune raison valable d'obliger certaines institutions bancaires à garder leurs réserves sous une certaine forme et pas les autres.

Cela amènera naturellement une heureuse modification des arrangements de compensation. Toutes les institutions bancaires pourront régler leurs compensations à la Banque du Canada plutôt que d'avoir à conclure des arrangements à ce sujet avec une banque à charte, quoiqu'elles pourront conserver les arrangements actuels si elles le désirent. La Banque aura alors à s'équiper pour agir comme agent de compensation pour le compte des institutions dans les centres où elles ne sont pas représentées, mais il ne sera pas nécessaire qu'elle assume le reste du travail normal de l'acheminement des chèques et autres effets à payer à l'intérieur du système financier privé. Les articles de la Loi sur l'Association des banquiers canadiens qui donnent à cette dernière le droit d'administrer les chambres de compensation devraient être rescindés; et

une association de toutes les institutions qui font des compensations devrait être formée pour administrer le régime et en répartir équitablement les coûts entre tous les membres en tenant compte du travail effectué par chacun. La Banque du Canada, comme membre, serait raisonnablement dédommagée par toute institution qui aurait recours à ses services en matière de compensation²¹.

Nous recommandons aussi qu'il soit légalement interdit d'exiger des frais pour l'encaissement de chèques à distance de l'endroit où ils sont tirés car ces chèques n'imposent pas des frais de manutention sensiblement plus élevés aux institutions concernées. Ce changement atténuerait le handicap de celles des institutions qui n'ont pas un réseau étendu de succursales à travers le pays. Il est possible naturellement qu'avec le temps le régime des paiements puisse venir à ressembler à un régime de transferts de crédits du genre de ceux qui règnent dans plusieurs pays européens. Dans ces régimes, ceux qui ont des comptes à payer s'adressent à leur institution financière et lui donnent instruction de débiter d'office leur compte et de transférer un crédit aux personnes auxquelles ils doivent de l'argent. Ces régimes, d'après lesquels chaque compte du pays a un numéro spécifique, réduit grandement le travail de paperasse du système financier, diminue le volume des crédits en transit et les frais de compensation, et permet au destinataire de recevoir le plein montant de ce qui lui est dû. D'un autre côté, notre régime de chèques actuel est très commode pour ceux qui font les paiements, et il est si bien établi et fonctionne d'une manière si efficace qu'il est peu probable qu'on en changera bientôt.

²¹ Même si la banque centrale devait graduellement assumer un rôle plus important dans le travail physique que représente la compensation, et nous ne voyons aucun avantage à ce qu'elle le fasse, il nous semble difficile de croire que cela la mettrait à même de fureter dans les affaires des banques individuelles et de leurs clients, comme on nous l'a représenté au cours de nos séances. (Témoignages, page 8256.) Même si la Banque désirait réellement le faire, la simple tâche d'examiner les millions d'effets qui circulent dans les chambres de compensation l'en empêcherait, tout comme elle empêche probablement les banques à charte d'étudier en détail les affaires des autres institutions qui font leur compensation actuellement par leur intermédiaire.

Que ces changements soient effectués ou non, il nous semble déraisonnable que les banques à charte aient à négocier tous les chèques du gouvernement sans percevoir de frais des autorités. Il est vrai que les banques retirent quelque avantage des comptes que le gouvernement maintient chez elles dans le cours ordinaire des choses; mais cela ne leur est pas garanti et elles paient intérêt sur l'excédent de 100 millions de dollars à un taux très rapproché de celui des bons du trésor. Les banques estiment que la manipulation des chèques du gouvernement leur coûte environ 7 millions par année, mais le gouvernement soutient que c'est là une compensation équitable pour son privilège d'octroyer des chartes aux banques. Néanmoins, nous ne voyons pas plus de raison pour que les institutions financières subventionnent le gouvernement que nous en voyons pour que le gouvernement subventionne les institutions.

COEFFICIENTS DE LIQUIDITÉ

L'encaisse que les institutions sont tenues de garder leur permet de faire face de jour en jour à des fluctuations modérées de leurs règlements de comptes autour de la moyenne qu'ils doivent conserver pour la période en cours; mais cela représente une contribution limitée à la liquidité de leur actif. Pour leur propre protection et celle du public, les institutions doivent toutes avoir suffisamment de valeurs liquides pour rencontrer à certains jours des paiements plus considérables ou pour combler des retraits persistants de fonds. En plus de ce besoin essentiel de liquidité protectrice, une institution bien administrée voudra se garder une marge de liquidité pour avoir une certaine souplesse et être en mesure de faire des prêts attrayants lorsque l'occasion se présente. Toutefois, si toutes les institutions doivent apporter beaucoup d'attention à leur position liquide, leurs besoins diffèrent grandement.

Le facteur le plus important qui conditionne les besoins de liquidité est celui du caractère des créances émises par l'institution. Étant donné que les dépôts à demande et autres créances semblables peuvent donner lieu à des retraits inattendus à n'importe quel montant, ils requièrent

une composition plus liquide de l'actif que des dépôts à préavis véritable, qui eux-mêmes sont plus sujets à retraits imprévus que les engagements à terme fixe. Lorsqu'un préavis est nominalelement stipulé, tout dépend de la pratique effectivement suivie. Si, en fait, le préavis n'est jamais requis, une institution ne peut pas l'imposer soudainement sans s'exposer pour le moins à susciter beaucoup de mécontentement et, au pire, à faire perdre confiance dans sa capacité de faire face à ses obligations, ce qui pourrait déclencher une crise dans ses affaires. (Les credit unions et les caisses populaires, en raison de leurs relations particulières avec leurs membres et de leur tradition d'entraide, sont en meilleure posture que d'autres institutions à cet égard).

D'autre part, une institution n'a pas besoin de se tenir prête à racheter en aucun temps toutes ses créances à demande—à la vérité, elle ne peut le faire si elle veut remplir une fonction utile comme intermédiaire financier. Si une course sérieuse sur une institution bancaire devait se déclencher, les autorités ou les autres institutions ont les moyens de fournir la liquidité nécessaire. Si l'institution était de plus en voie de devenir insolvable par suite de mauvais placements, les autorités auraient naturellement à intervenir pour remettre ses affaires sur une base plus solide ou pour la dissoudre d'une façon ordonnée. En l'absence de quelque crise majeure de cette sorte, une institution peut, toutefois, normalement compter qu'une proportion relativement faible de ses engagements à demande fera régulièrement l'objet de retraits, à un rythme qui dépendra principalement des habitudes d'affaires de ses clients et de son propre empressement à soutenir la concurrence offerte par d'autres formes de placement. Les grandes institutions qui font affaires sur un vaste territoire peuvent habituellement compter que l'allure de leurs règlements de comptes sera plus régulière que celle des petites dont les affaires peuvent être affectées par certaines transactions individuelles; et une institution qui a peu de gros comptes relativement à sa taille a moins à craindre de l'effet de retraits soudains qu'une

autre qui a relativement plus de tels comptes. Ainsi, les besoins de liquidité dans la structure de l'actif d'une institution varient grandement selon la situation de chacune.

De plus, un besoin quelconque de liquidité peut être rempli de diverses manières, comme, par exemple, par la rentrée régulière des remboursements d'emprunts et de placements qui ne sont pas négociables en eux-mêmes. Ainsi, si la plupart de ses prêts sont à court terme, même s'ils ne sont pas à demande, une institution peut compter sur de plus importantes recettes de recouvrements que si la masse de ses fonds est engagée dans des prêts et des placements à long terme. Beaucoup dépend encore ici de la façon dont les choses se passent en pratique; des prêts nominalement à court terme peuvent demeurer en fait impayés pendant de longues périodes et représenter moins de liquidité que des valeurs à long terme pour lesquels on peut compter sur des remboursements réguliers. De plus, les placements à court terme qui sont peu négociables sont, en fait, moins liquides que les titres à longue échéance pour lesquelles on peut compter sur un marché continu²². Comme il y a tant de différents facteurs qui entrent en ligne de compte, il est aussi difficile de prescrire quelle proportion des fonds d'une institution devrait être investie en valeurs liquides spécifiques, comme des prêts à vue et des titres négociables à courte échéance, qu'il l'est de prescrire des coefficients de capital uniformes. A la vérité, les circonstances peuvent éventuellement changer selon l'évolution des marchés; s'il se développe des marchés secondaires dans des titres comme les valeurs municipales et les hypothèques, ou si de nouvelles facilités d'escompte apparaissent, la liquidité effective de catégories entières de valeurs s'améliorera, et il deviendra moins nécessaire de détenir d'autres valeurs négociables.

Tenant compte de toutes ces considérations et du fait qu'un actif liquide qu'on est obligé de

conserver n'est pas utilisable en fait comme source de liquidité, nous ne croyons pas qu'il soit nécessaire d'incorporer dans la législation bancaire des coefficients de liquidité statutaires en vue de protéger le public²³. L'intérêt public sera suffisamment safeguardé si les autorités se tiennent au courant de la situation de chaque institution et si elles ont le pouvoir d'intervenir dans le cas où une institution donnée se placerait dans une position de liquidité précaire ou ne ferait pas de provision suffisante pour honorer ses obligations à échéance. Afin de protéger les institutions contre l'usage injustifié de ce pouvoir, les règlements s'y rapportant devraient être sujets à appel au Conseil du Trésor ou à tout autre organisme approprié.

Nous pouvons présumer que les institutions concernées seront en faveur d'une sage surveillance dans un domaine qui touche si directement leurs intérêts. Elles pourraient bien, de fait, coopérer avec l'Inspecteur général des banques pour établir des règles générales appropriées à cet égard: certaines institutions ont déjà adopté privément de telles règles dans le cadre de leurs propres associations. Il nous semble difficile de donner un conseil précis quant à ces normes ou quant aux sortes de valeurs qui seraient tenues pour liquides. Les banques à charte ont, toutefois, administré sainement leurs affaires avec une proportion de 20 p. 100 à 25 p. 100 de leur actif placé en encaisse, en prêts au jour le jour et à vue et en titres du Gouvernement fédéral à courte échéance. Leur actif est la contrepartie d'un passif transférable par chèques dans sa presque totalité, ce qui indique que des pourcentages à peu près semblables conviendraient pour les créances à demande ou transférables par chèques et des pourcentages quelque peu plus élevés à l'égard des comptes courants et quelque peu inférieurs, peut-être, à l'égard des créances sujettes à bref préavis. L'expérience des institutions qui font plus affaires dans le domaine des dépôts à terme véritable indique que, pour les créances de cette nature, les pourcentages de

²² Les possesseurs de ces titres négociables mais à longue échéance peuvent sans doute les considérer moins liquides si leur valeur a baissé et si on ne peut les vendre qu'à perte; à la vérité, c'est aussi le cas des titres à courte échéance qui sont négociables.

²³ Le pouvoir de la banque centrale d'imposer ou de modifier des règles de liquidité pour des raisons de politique monétaire est traité au chapitre 22.

liquidité pourraient varier entre aussi peu que 10 p. 100 et 20 p. 100, selon les divers facteurs mentionnés tantôt qui affectent la composition de leur passif et de leur actif. Néanmoins, les autorités de surveillance et les institutions sont mieux que nous en mesure de déterminer des normes appropriées et plus précises.

CONCLUSION

Ainsi se termine la série de nos recommandations quant aux amendements à apporter à la Loi sur les banques et à la loi connexe sur les petits prêts. En recommandant d'étendre les dispositions de la première loi à toutes les institutions qui remplissent des fonctions de banque, et en proposant d'accroître les pouvoirs de l'Inspecteur général afin d'assurer qu'elles se conforment à de saines pratiques, nous avons été inspirés par le désir d'établir un cadre plus souple et plus équitable dans lequel l'objet principal de la loi—assurer la solidité continue du système bancaire canadien—sera réalisé en adoptant la voie qui a fait ses preuves, adaptée pour tenir compte de l'évolution. Notre recommandation que des coefficients minima d'encaisse soient imposés à toutes les institutions bancaires, que ces coefficients soient différents selon la nature des créances et que ces encaisses soient maintenues à la Banque du Canada, devrait également favoriser l'adoption de saines pratiques et accorder un plus juste traitement aux institutions. De plus, cela facilitera les contacts et les consultations entre les autorités et les institutions concernées—tant au sujet des développements financiers qu'à celui des questions de politique—et elle ajoutera quelque

peu au moyen de prévoir l'influence des mesures monétaires sur les institutions.

Comme pour les recommandations faites au chapitre 18, en ce qui concerne l'esprit qui doit inspirer les dispositions de la loi en matière de placement, nous avons conçu les cadres d'un régime de réglementation qui encouragerait le système financier à s'adapter et à innover dans un climat de concurrence, sur un pied d'égalité, un régime débarrassé de plusieurs des différences de traitement et prohibitions législatives arbitraires qu'on y trouve présentement. Dans certains cas, nous avons suggéré de donner une sanction juridique à des contrôles effectifs qui existent déjà, tandis que dans d'autres nos propositions visent à combler des lacunes ou à fermer des portes de sortie dans le régime de surveillance, ou bien à pourvoir aux développements futurs.

Nous avons aussi essayé de concilier une perspective large et équitable à l'échelle nationale avec le concept d'un régime qui permettrait de décentraliser le fonctionnement du système financier, qui encouragerait les institutions moins importantes, et qui rendrait la réglementation des mouvements coopératifs comme les credit unions et les caisses populaires indirecte en la faisant passer par leurs institutions centrales. Les dispositions que nous avons suggérées pourront être modifiées à l'expérience, mais nous espérons que toute modification sera examinée, tout comme les propositions que nous venons de présenter, dans la perspective de l'ensemble du système financier. Dans le cours ordinaire des choses, la révision habituelle du système par le Parlement tous les dix ans sera probablement suffisante pour maintenir le régime de réglementation en harmonie avec les besoins du pays.

LES OBJECTIFS DE LA POLITIQUE FINANCIÈRE

Jusqu'ici notre attention a porté principalement sur les caractéristiques du système financier en tant qu'intermédiaire entre les prêteurs et les emprunteurs. Mais le plus haut degré de liberté et de concurrence au sein du système et le meilleur régime de réglementation ne sauraient assurer seuls la réalisation des principaux objectifs économiques de la nation tels que le plein emploi et la stabilité des prix. On n'obtiendra de succès tangibles dans la poursuite de ces buts que si les gouvernants coordonnent soigneusement et constamment leurs efforts pour y parvenir. Nous étudierons donc maintenant les mécanismes et l'efficacité des divers aspects de la politique financière, en insistant davantage sur les mesures qui ont pour objet d'influencer les conditions de crédit. Mais les politiques monétaires et celles relatives à la gestion de la dette publique—dont nous traiterons dans les chapitres 21 et 22—font partie d'un plus vaste programme de politiques, dont chaque élément agit sur le tout. Il nous a donc été nécessaire d'étudier les aspects internationaux de la politique financière ainsi que la politique fiscale, avant de récapituler, au chapitre 25, nos conclusions concernant les facteurs dont il faut tenir compte pour choisir et combiner les mesures d'une politique cohérente. C'est dans ce contexte général que nous traitons ensuite du statut et de l'organisation de la Banque du Canada dans le chapitre 26.

LES CARACTÉRISTIQUES DES OBJECTIFS ÉCONOMIQUES

Une analyse des principaux objectifs économiques et de la politique financière nous place vite devant un dilemme d'importance: les buts primordiaux de la société ne se prêtent pas à une définition précise, mais par ailleurs la politique risque fort d'être confuse et de n'aboutir à rien si elle n'est pas orientée vers des objectifs bien clairs. Toute étude tant soit peu poussée des objectifs économiques doit donc éviter le danger de devenir soit un éloquent exposé de vagues généralités soit une construction mathématique d'une précision ingénieuse mais qui ne correspond pas à la réalité. Chaque secteur de la collectivité a des intérêts particuliers et sa propre échelle de valeurs; il n'est donc pas facile de faire l'accord sur les buts précis que doit poursuivre la société dans son ensemble. Après avoir exploré ce sujet sous tous ses angles avec des témoins tant du pays que de l'étranger, nous avons donc à considérer une multitude d'objectifs économiques. Bien que l'on ait été généralement d'accord pour reconnaître que l'accroissement de l'efficacité, un niveau d'emploi élevé et stable, la stabilité des prix, et une situation extérieure saine pouvaient se ranger au premier rang parmi les buts à atteindre, on s'entendait beaucoup moins sur la signification précise de ces objectifs et, dans certains cas, sur leur ordre d'importance. Il

faut songer en outre que même des objectifs économiques aussi généraux que ceux-là ne reçoivent pas toujours l'appui constant de la collectivité, qui formule ses préférences en fonction d'une philosophie politique en constante évolution. L'opinion générale peut bien facilement dire d'une seule voix que tous les Canadiens devraient jouir du maximum de liberté compatible avec une égalité raisonnable des chances de chacun et une répartition équitable des charges et bénéfices nationaux; mais il n'existe pas de formule qui permette de traduire ces vœux vagues en une liste pratique d'objectifs économiques.

Une politique implique nécessairement un choix, mais les choix ne sont jamais absolus et les circonstances dans lesquelles ils doivent s'exercer changent constamment. Des objectifs qui seraient peut-être faciles à atteindre quand la conjoncture mondiale est favorable peuvent bien se révéler impossibles à poursuivre dans un climat international moins prospère. De même, lorsque le pays vient tout juste de traverser une période prolongée de forts investissements et souffre d'un excédent de capacité de production, ou lorsque la population devient moins industrielle ou moins dynamique, il peut arriver que les objectifs économiques soient au moins temporairement très difficiles à atteindre. Bien des facteurs influant sur l'activité économique sont hors de la portée de ceux qui établissent la politique, particulièrement la politique financière; il est évident, par exemple, qu'aucun adoucissement des conditions monétaires ne pourrait remédier à un chômage attribuable à de piètres récoltes ou à la faiblesse concurrentielle de certaines industries. On aimerait pouvoir énoncer avec précision les objectifs économiques afin de pouvoir les comparer aux résultats obtenus et de mesurer l'efficacité de la politique financière. Toutefois, nous sommes convaincus que si l'on tentait de fixer selon des règles rigides quelle importance proportionnelle il faut attacher à chaque objectif, on s'enliserait dans l'irréalisme et dans l'erreur, surtout dans une société libre qui évolue sans cesse et où s'opposent de nombreuses aspirations.

Ceci dit, nous demeurons d'avis qu'il est d'importance capitale que le public et les autorités

poursuivent en tout temps des objectifs clairement définis et qui obtiennent l'assentiment général. Ceux-ci peuvent varier d'une période à l'autre; mais on ne peut pas établir de politique cohérente si l'on cherche à s'adapter à une situation donnée sans s'être fixé des buts précis et sans peser les inconvénients et les avantages de cette politique aussi soigneusement que les circonstances le permettent. Si la société ne peut se mettre d'accord sur les objectifs à poursuivre, au moins provisoirement, ou si les autorités adoptent des politiques incohérentes sans avoir pesé les conséquences de leurs actions, on ne peut s'attendre à obtenir des résultats satisfaisants. Le nombre de chômeurs en quête de travail sera évidemment plus élevé qu'il ne l'aurait été autrement si la collectivité ne peut s'entendre soit sur la nécessité de combattre le chômage soit sur l'adoption de mesures bien précises pour y remédier. Le fonctionnement efficace de l'économie dépend donc de l'appui éclairé d'un public bien informé aux objectifs du moment, de l'esprit d'initiative manifesté par les autorités pour gagner l'adhésion de la collectivité aux buts les plus importants, et de la cohérence et de l'efficacité des politiques adoptées par les hommes d'État pour atteindre ces buts.

EXAMEN DES OBJECTIFS

Présentement les Canadiens seraient d'accord, croyons-nous, pour reconnaître que nos dirigeants et la nation toute entière devraient poursuivre la réalisation des quatre principaux objectifs économiques suivants:

- a) L'accroissement de la productivité;
- b) Un niveau d'embauche élevé et stable;
- c) La stabilité des prix;
- d) Une situation financière solide vis-à-vis des autres pays.

Il va sans dire que l'accroissement de la productivité n'est pas une fin en soi mais plutôt un moyen d'améliorer le bien-être économique de la nation. Si cette productivité accrue s'accompagne d'un haut niveau d'embauche, la produc-

tion nationale augmentera et la collectivité pourra en conséquence relever le niveau de sa consommation, ou accroître ses loisirs, ou faire plus d'investissements au pays et apporter une aide plus importante aux pays sous-développés. Qu'ils soient consommés ou investis, gardés pour soi ou donnés aux autres, les revenus croissants d'une nation qui s'enrichit progressivement ouvrent à ses citoyens des choix plus vastes que ceux qui s'offrent dans les contrées pauvres, en stagnation ou en déclin. Quant à savoir si les fruits de ces progrès sont employés à bon escient, c'est là une autre question. Divers témoins nous ont priés d'inclure parmi les grands objectifs de la politique un accroissement de la dépense dans certains secteurs déterminés; certains veulent faire consacrer plus de ressources aux routes, aux écoles ou à l'habitation; d'autres mettent l'accent sur la consommation ou la sécurité sociale; d'autres encore donnent une priorité aux investissements privés ou au développement des exportations et des industries qui font concurrence aux importations. La société voudra résoudre de diverses façons selon les époques les conflits qui résultent ainsi de la rareté des produits en face des besoins multiples—pour l'investissement public, ou privé, ou la consommation—et cela amènera les autorités à adopter des politiques pour stimuler un genre de production plutôt qu'un autre. Mais on risque fort d'entraver le progrès si l'on fait trop obstacle aux mécanismes normaux qui amènent des marchés libres à modifier leur production selon l'évolution des goûts et des techniques ou si l'on attache une importance excessive à des objectifs accessoires extrêmement spécifiques. D'une façon générale, mieux on réussit à atteindre les objectifs majeurs de l'économie dans son ensemble, plus on est capable de répondre aux besoins particuliers de chacun de ses secteurs. Ainsi, un taux de croissance globale satisfaisant qui résulte d'une productivité à la hausse et d'un niveau d'embauche élevé permettra plus facilement aux industries en déclin relatif ou absolu de s'ajuster à cette situation, à la main-d'œuvre et aux capitaux affectés de trouver de nouveaux emplois profita-

bles, et à la nation d'accorder toute l'aide jugée désirable à ceux que le progrès laisse en arrière.

Il faut distinguer entre la croissance qui vient des progrès de la productivité et les suppléments de production qu'on peut obtenir en augmentant la main-d'œuvre, en réduisant le chômage ou en prolongeant les heures de travail. D'aucuns ajouteront que la nation devrait avoir pour objectif de favoriser la croissance du pays par l'immigration. Mais la croissance, de quelque façon qu'on la mesure, ne saurait être vigoureuse et durable si on gaspille les ressources de l'économie. Une croissance qui ne s'arrêtera pas rapidement doit reposer surtout sur un volume soutenu d'investissements suffisants—aussi bien pour la formation de la population et sous forme de capitaux collectifs qu'en biens durables pour les entreprises et les consommateurs—sur les progrès de techniques de production qui associent plus efficacement la main-d'œuvre, la direction et les capitaux, et sur l'amélioration de la qualité et de l'esprit d'entreprise de la population active en général. Ce genre de progrès de la productivité et de la concurrence permet d'accroître la production de biens et de services que peut fournir chaque unité des facteurs de production¹. La production nationale globale accusera une augmentation satisfaisante si la productivité s'accroît rapidement et que l'emploi est maintenu à un niveau stable et élevé. Depuis 1957, l'accroissement de la productivité s'avère tout aussi insatisfaisant que le niveau de l'embauche.

Le chômage est universellement reconnu comme un problème économique. La meilleure façon de déterminer dans quelle mesure on a réussi à atteindre le niveau d'emploi jugé désirable n'est pas d'utiliser le chiffre de l'embauche totale (qui peut varier selon l'immigration, les tendances démographiques et la proportion de la population qui

¹ Le meilleur indice de la production réelle de l'économie (c'est-à-dire la valeur de la production rectifiée pour tenir compte des modifications de prix) se retrouve peut-être dans la série statistique intitulée «production nationale brute au coût des facteurs de la production», tandis que la mesure la plus satisfaisante des facteurs de production semble être le nombre global des heures de travail, bien que les statistiques relatives aux heures de travail fournies en dehors du secteur manufacturier ne soient pas encore bien adéquates.

désire du travail) mais plutôt la proportion des chômeurs véritablement en quête de travail par rapport à l'effectif ouvrier². Tout comme la productivité, un niveau d'emploi élevé et stable ne constitue pas une fin en soi mais plutôt un moyen de rehausser le bien-être économique de la société et de ses membres et d'offrir des chances raisonnables de réussite à tous ceux qui veulent en profiter. Besogner n'a aucune valeur en soi, et encore moins l'affectation de la moitié de la population à creuser des trous et de l'autre moitié à les remplir. Le but que l'on cherche à atteindre par un haut niveau d'embauche est naturellement de faire disparaître la misère matérielle et morale des chômeurs et les pertes de production causées par le chômage. S'il existe des chances suffisantes pour tous d'occuper des emplois productifs, le pays tout entier jouira d'un plus haut revenu réel par tête, d'une plus forte production nationale et d'un climat plus favorable à l'efficacité et à l'essor économique.

La stabilité des prix également, bien que souhaitable en soi, est aussi un objectif important en tant que moyen d'atteindre un but plus élevé. Une tendance à la hausse ou à la baisse du niveau *général* des prix dont les effets sont prononcés et cumulatifs peut entraîner des perturbations sociales et économiques, encore que les prix particuliers des denrées et des services et des valeurs financières doivent fluctuer librement puisque c'est grâce à ces mouvements *relatifs* des prix que s'effectue la répartition de la plus grande partie de nos ressources et de nos dépenses. Même si les études exécutées pour notre compte confirment que les maux engendrés par l'inflation se font sentir surtout chez les personnes âgées, chez celles dont le revenu est fixe, ainsi que chez certaines catégories de petits salariés, un des objectifs importants de la politique doit être sans conteste de

² La série statistique du B.F.S. intitulée «Chômage, en pourcentage de la main-d'œuvre» semble offrir une mesure à peu près juste du chômage, bien que ces chiffres puissent comprendre un certain nombre de personnes qui n'ont pas l'intention de trouver un emploi. Il n'y a pas lieu de craindre, non plus, que ces chiffres donnent une fausse idée de la tendance du chômage. Cela est particulièrement vrai si l'on rectifie l'indice pour tenir compte de ses variations saisonnières.

protéger ces secteurs de la population contre une diminution injuste de leur niveau de vie, diminution contre laquelle ils n'ont aucun moyen de se protéger. Il est possible que l'inflation, comme le chômage, n'atteigne qu'une faible partie de notre société; mais le pays dans son ensemble ne saurait fermer les yeux sur les effets destructeurs que l'un et l'autre peuvent avoir sur l'épargne et le moral. En outre, la hausse des prix peut affaiblir la croissance économique en sapant à la base le régime des conventions en valeurs nominales sur lesquelles se fonde la conduite efficace des affaires, en engendrant la crainte de s'engager par des contrats d'épargne et de prêts à long terme, et en canalisant les ressources dans des voies improductives et inefficaces dans la mesure où les individus et les entreprises chercheraient à fuir les effets néfastes de l'inflation. Sans compter que l'inflation pourrait progresser plus rapidement chez nous que dans les autres pays, et donc détourner autant les Canadiens que les étrangers d'acheter nos produits et annuler les efforts que nous ferions par ailleurs pour maintenir des niveaux désirables d'emploi productif. Une déflation continue peut nuire encore davantage à la réalisation de nos autres objectifs, touchant l'emploi, la productivité et la solidité de notre situation financière internationale.

On nous a suggéré que l'indice des prix de gros des denrées constituerait la meilleure mesure pour juger de la stabilité des prix. Mais si les prix des industries productrices de biens ne fléchissaient jamais parce que les accroissements de productivité passeraient complètement en augmentations de salaires et de bénéfices, la pression qui en résulterait sur les salaires dans les secteurs des services, où l'augmentation de productivité est plus faible, entraînerait presque à coup sûr des prix plus élevés dans ces secteurs. Il en résulterait une hausse régulière de l'indice des prix aux consommateurs.

En outre, notre position face à la concurrence internationale serait affaiblie si les autres pays maintenaient stables les prix au stage final et faisaient partager entre la main-d'œuvre, la direction et la collectivité en général des avantages des

progrès de la productivité. Sans compter que l'indice des prix de gros n'est pas une mesure bien exacte de la tendance des prix dans l'ensemble de l'économie. Nous sommes d'avis que l'indice des prix aux consommateurs fournit une indication plus sûre des prix au stage final, bien qu'une étude exécutée pour notre compte révèle que cet indice a légèrement tendance à surestimer les hausses de prix, car il est difficile de mesurer les changements de la qualité des produits, l'amélioration des services, et d'autres facteurs semblables. Il ne semble pas que ces tendances influent sensiblement sur l'indice global, mais nous sommes tout de même d'avis que le B.F.S. devrait poursuivre ses efforts en vue de rendre cet indice plus exact. Bien que l'indice ne mesure pas les fluctuations du niveau de vie découlant d'une évolution des goûts et des modes de consommation, il paraît tout de même plus sûr que le coefficient de correction des prix utilisé pour la comptabilité des comptes nationaux, car ce dernier, malgré certaines améliorations, conserve encore une forte tendance au renchérissement, surtout en ce qui concerne les prix des biens d'investissement et des services³.

La stabilité des prix, la productivité et le plein emploi constituent des objectifs purement internes à notre économie, bien que leur réalisation puisse apporter une contribution valable à l'amélioration du climat économique mondial. Pourtant, il est peu probable que nous atteignons ces objectifs si notre situation financière extérieure n'est pas solide et si nous n'entretenons pas de saines relations avec les autres pays. Le Canada a toujours eu une économie très ouverte sur le monde, et nos progrès et notre prospérité sont encore inséparablement liés à la conjoncture internationale, notamment à celle des États-Unis. Étant donné nos nombreux liens financiers, commerciaux et autres avec l'étranger, l'interdépendance croissante des pays de l'univers et la collaboration économique plus étroite qui existe entre toutes les nations, il nous est pratique-

ment impossible de nous dissocier des événements qui se produisent à l'extérieur de nos frontières. Il serait même désastreux pour nous de chercher à le faire. Aussi paradoxal que cela puisse paraître, mieux nous saurons conserver une situation financière forte et bien équilibrée vis-à-vis l'étranger, plus nous gagnerons en indépendance pour poursuivre au pays les buts que nous nous sommes fixés: le plein emploi ne jouit d'aucune priorité dans une crise du change, et les prix ne sauraient rester stables si le dollar canadien s'avilit constamment sur le marché des devises.

De même qu'on trouve des gens qui préconisent telle ou telle affectation de la production nationale, ainsi y en a-t-il pour estimer que les objectifs internationaux de la nation devraient être définis de manière très spécifique. D'aucuns sont d'avis, par exemple, que la politique économique étrangère du Canada pourra le mieux servir nos intérêts à long terme si nous augmentons notre assistance aux pays sous-développés et si nous aidons à renforcer à l'échelle mondiale le régime monétaire, économique et commercial. D'autres soulignent l'importance de remplacer nos déficits par des surplus au chapitre des comptes courants de notre balance des paiements, en partie pour que nous puissions fournir un apport net aux stocks limités de capitaux physiques et d'autres ressources du monde, au lieu d'y puiser, et en partie parce que notre indépendance économique, estime-t-on, en serait renforcée. Dans le même ordre d'idées, on soutient que l'on devrait résister aux entrées de capitaux de participation, et qu'en possédant nous-mêmes une plus grande partie de notre capital économique, nous aurions une meilleure maîtrise sur nos destinées économiques et politiques. La plupart des témoignages que nous avons reçus ont été en faveur d'un régime de taux fixe du change ou en faveur d'un taux du change assez stables; mais certains ont soutenu la thèse extrême qu'il n'y avait pas du tout lieu de se préoccuper du taux du change et que l'on devrait en laisser le niveau s'établir librement dans les limites compatibles avec la réalisation de nos objectifs intérieurs. Il nous semble, toutefois, que ces vues différentes et

³ Voir *The Reliability of Selected Price Indexes as Measures of Price Trends* par A. Asimakopulos.

parfois opposées se réfèrent à des buts réellement subalternes. Le but premier doit être de parvenir à une situation financière extérieure qui nous permette de poursuivre la réalisation de nos objectifs nationaux—y compris l'objectif politique supérieur d'aider au renforcement de l'économie mondiale—avec autant d'indépendance que nos obligations envers un monde solidaire nous le permettent.

Comme ce but général consiste en fait en un faisceau d'objectifs, on ne peut se référer à un unique indice pour mesurer nos succès à l'atteindre. La stabilité du cours des changes, sur le marché au comptant ou à terme, n'est pas en soi une mesure satisfaisante des résultats obtenus, surtout lorsqu'elle a été réalisée aux dépens de la stabilité des prix ou de l'embauche au pays, ou par l'imposition de restrictions au commerce ou d'un contrôle sur les changes. Des fluctuations trop marquées dans la valeur de notre monnaie sur le marché des devises entraînent des perturbations au pays et à l'étranger, quel que soit le régime des taux de change en vigueur; mais l'histoire nous enseigne qu'il arrive des temps où des changements de taux s'imposent. On ne saurait considérer, non plus, comme seul indice le volume des réserves officielles en devises acceptées pour les règlements de comptes internationaux: or, dollars américains et autres monnaies convertibles. Des fluctuations continues et prononcées dans les réserves (les réserves empruntées non comprises) peuvent être un indice d'une situation malsaine. Mais les difficultés ne se reflètent pas toujours de cette façon dans l'immédiat, et par ailleurs une fluctuation des réserves n'est pas nécessairement un symptôme qu'il existe des problèmes fondamentaux.

La balance des comptes courants peut aussi fournir une indication utile sur la position extérieure du pays. Toutefois, les déficits de nos comptes internationaux ne révèlent parfois rien d'autre qu'une croissance vigoureuse et une pleine exploitation des richesses du pays, qui offrent des occasions d'employer avantageusement des capitaux étrangers. A d'autres moments, de tels

déficits sont l'indice d'une faiblesse fondamentale face à la concurrence extérieure, d'emprunts injustifiés à l'étranger ou d'une vulnérabilité croissante aux chocs des événements mondiaux⁴. Semblablement, un surplus de la balance des comptes ne reflète pas nécessairement une économie saine, surtout s'il résulte de restrictions aux échanges commerciaux, de poussées inflationnistes en d'autres pays, ou du chômage et de la stagnation au pays même.

La nature et l'importance des mouvements de capitaux fournissent encore une autre indication sur la situation extérieure du Canada. Comme ceux d'une entreprise privée, les emprunts d'une nation à l'étranger devraient être jugés non selon leur importance en chiffres absolus mais en fonction de ses revenus, de son programme d'immobilisations et de la productivité de ses investissements. Par exemple, les importations de capitaux remboursables à des conditions fixes n'entraîneront de difficultés que si les remboursements établis sont trop considérables par rapport au revenu national et aux exportations; et l'entrée de capitaux de participation peut avoir d'indésirables conséquences non économiques seulement lorsqu'elle constitue une proportion trop élevée des capitaux de ce type employés au Canada⁵. Du point de vue économique, on doit juger de la valeur des placements directs par la contribution qu'ils apportent à la croissance de l'économie, en fournissant au Canada des ressources productives, des revenus supplémentaires, et de nouveaux marchés, techniques et talents.

Ce que nous en avons dit jusqu'ici suffit peut-être à indiquer combien complexe et difficile à définir est l'objectif économique international de la nation. A l'instar d'un individu ou d'une entreprise, une nation qui administre mal ses affaires se heurte vite à des difficultés extérieures. Si le pays cherche à faire plus que ne le per-

⁴ Tout dépend des causes de ces déficits, soit des facteurs temporaires, soit des pressions plus durables qui affectent nos coûts de production ou les marchés de nos exportations ou de nos industries qui font concurrence aux importations.

⁵ L'entrée de capitaux de participation peut se produire même lorsque la balance des comptes accuse un surplus, s'il y a des mouvements compensatoires d'autres sortes de capitaux ou des changements dans les réserves.

mettent les ressources physiques—intérieures ou extérieures—dont il dispose, cela entraînera inévitablement de graves conséquences. De même, si on poursuit mal à propos une politique restrictive, alors qu'il existe au Canada des ressources productives inutilisées, on pourra attirer trop de capitaux étrangers. L'économie mondiale elle-même ne saurait bénéficier d'une restriction inopportune des revenus et de l'emploi au Canada. Tout comme chaque entité particulière au pays doit, dans son propre intérêt, se préoccuper de la vigueur de l'économie tout entière, de même le Canada doit s'intéresser au bon fonctionnement de l'économie mondiale et établir sa politique en conséquence. Les mesures à courte vue peuvent nous procurer des avantages immédiats, mais si elles affaiblissent les liens commerciaux et financiers internationaux, elles ne constituent certes pas le moyen d'assurer d'une façon durable la prospérité au pays ni de créer un climat international qui soit sain. L'objectif économique international du Canada doit donc consister essentiellement à faire preuve de perspicacité dans ses rapports avec l'étranger, afin de ne pas compromettre mais bien plutôt favoriser la poursuite à long terme de ses autres objectifs économiques et politiques les plus importants.

Plus les buts que le peuple canadien se propose deviennent nombreux et détaillés, plus complexe devient la tâche de les faire appuyer par l'ensemble de la population, et plus grand est le risque de les voir entrer en conflit. Nous avons essayé de mettre en relief les objectifs majeurs qui, à notre avis, ont largement l'appui de la collectivité; mais même ces quelques objectifs ne sont pas faciles à atteindre et se sont parfois révélés impossibles à concilier. Toutefois, avant de jeter un bref regard sur les réalisations d'après-guerre et sur la question des conflits d'objectifs, nous tenons à signaler une fois de plus que les échecs ou les succès ne sont pas tous attribuables à ceux qui établissent la politique, particulièrement la politique monétaire. Les résultats obtenus dépendent pour beaucoup du climat mondial et des autres facteurs fondamentaux qui influent sur la conjoncture au Canada.

LES RÉALISATIONS D'APRÈS-GUERRE

Bien que les fluctuations à court terme de la conjoncture au Canada ont chacune leur propre histoire jusqu'à un certain point, on ne peut pleinement comprendre l'évolution de l'économie que si l'on se réfère aux tendances à plus long terme qui en déterminent les caractéristiques profondes et qui affectent le climat général. Certains économistes ont mis en doute l'existence de «longs cycles» bien définis et dus à une cause commune; cependant, quel que soit le bien-fondé de leur thèse, il semble clairement y avoir des périodes où un concours d'événements nationaux et mondiaux tels que la croissance de la population, les innovations et le progrès technologique, un gonflement des dépenses de consommation et d'investissements, déclenche une longue vague de croissance vigoureuse. Par contre, il semble aussi y avoir des périodes prolongées pendant lesquelles, pour une raison ou une autre, l'offre de ressources se fait relativement abondante et l'économie manque de l'aiguillon d'une demande intense qui peut seule l'éperonner à produire son plein rendement⁶.

Par conséquent, même si les cycles à court terme fournissent, à bien des égards, le moyen le plus commode de faire la chronique des événements économiques, il faut placer ces courts cycles dans leur contexte historique. Ces derniers sont normalement constitués par l'expansion à peu près simultanée d'un certain nombre de champs d'activités, suivie d'une contraction semblablement généralisée, qui fait place à son tour à la phase d'expansion du cycle suivant. Alors que dans d'autres pays ces cycles ont duré parfois jusqu'à douze ans, le tableau 20-1 indique que la durée des cycles au Canada s'est établie à environ quatre ans en moyenne au cours de la période d'après-guerre.

L'évolution économique au Canada, de 1946 à nos jours, peut commodément se répartir en quatre périodes. La première, qui va de la fin de la reconversion et de la démobilisation d'après-guerre jusqu'en 1949, fut marquée par la forte demande résultant des suites de la guerre. La

⁶ Voir le volume des annexes où il est discuté plus à fond des longs cycles et traité de leur histoire.

TABLEAU 20-1

DATES DE RÉFÉRENCE DES CYCLES ÉCONOMIQUES—
CANADA, PÉRIODE D'APRÈS-GUERRE

Année	Trimestre	Mois	Tournant	Type et numéro de la phase commencée
1946.....	I	février	creux	Expansion 1
1948.....	IV	octobre	pointe	Contraction 1
1949.....	III	septembre	creux	Expansion 2
1953.....	II	mai	pointe	Contraction 2
1954.....	II	juin	creux	Expansion 3
1957.....	II	avril	pointe	Contraction 3
1958.....	II	avril	creux	Expansion 4
1960.....	I	janvier	pointe	Contraction 4
1961.....	I	mars	creux	Expansion 5

REMARQUE: Les périodes de contraction sont ombrées dans tous les graphiques figurant au présent chapitre.

deuxième, qui a duré jusqu'en 1953, fut également caractérisée par une très forte demande, laquelle résultait d'une expansion normale de temps de paix mais aussi du stimulant particulier attribuable à la guerre de Corée qui avait éclaté au mois de juin 1950. La troisième, qui faisait suite à un rajustement des stocks et à une diminution des dépenses de défense aux États-Unis vers la fin de 1953 et au début de 1954—en même temps que survenait une régression au Canada—fut marquée par une vigoureuse poussée d'investissements attribuable en partie aux craintes répandues dans le monde entier de voir se produire une pénurie de matières premières. Cependant, après 1957 on vit se modifier profondément le climat économique qui régnait au Canada. Au cours de cette quatrième période, la dépense nationale devint moins forte, car les marchés avaient enfin rattrapé la demande des consommateurs; et bien des industries, particulièrement dans les matières premières de base, disposèrent de capacités de production excédentaires. Cet état de choses résultait à la fois des vastes programmes antérieurs d'investissements et de l'affaiblissement de la position concurrentielle des producteurs nord-américains. Un rajustement fondamental s'imposant par suite de ces modifications profondes de la demande, les phases

de reprise du cycle des affaires eurent tendance par la suite à devenir plus courtes et avoir moins d'ampleur, bien que les phases de contraction ne devinrent pas plus longues ni plus marquées.

Le graphique 20-1, qui fait voir les tendances en même temps que les changements d'année en année de la dépense nationale brute en prix constants⁷, indique bien la vigueur qui marquait l'essor de la production canadienne avant 1957 et l'affaiblissement qui s'est produit dans les années subséquentes. Immédiatement après la guerre, l'accumulation de la demande au pays pour les biens de consommation et biens d'investissement, combinée au gros volume de valeurs liquides acquises durant la guerre, la nécessité de venir en aide aux pays de l'Europe dévastés par la guerre, et l'absence de concurrence sur le plan international se conjuguèrent pour exercer une forte pression sur nos ressources productives. En fait, l'expansion de la production canadienne ralentit à peine au cours de la légère régression qui se fit sentir aux États-Unis en 1949, et la demande qui découlait de la reprise économique et de la guerre de Corée taxa de nouveau notre capacité de production à l'extrême dans les années qui suivirent. Un faible déclin, en termes absolus, se produisit en 1951 et lors de la régression de 1953-1954; mais le boom d'investissements subséquents alimenta une expansion vigoureuse jusqu'à la chute marquée du rythme de croissance de l'économie deux ans plus tard. Ainsi que le montre aussi le graphique, ces développements suivirent à peu près le même cours qu'aux États-Unis, bien que les récessions aient été plus faibles et les expansions plus prononcées au Canada—à l'exception de l'expansion de 1958-1960. Les fluctuations de notre taux de croissance ressortent encore plus nettement dans le graphique 20-2 qui montre la dépense nationale brute per capita en prix constants et les variations annuelles de ce chiffre. Si on avait pris la D.N.B. par personne employée en prix constants, à titre de mesure approximative de la productivité, on verrait que la production par employé pour l'ensemble des secteurs (incluant

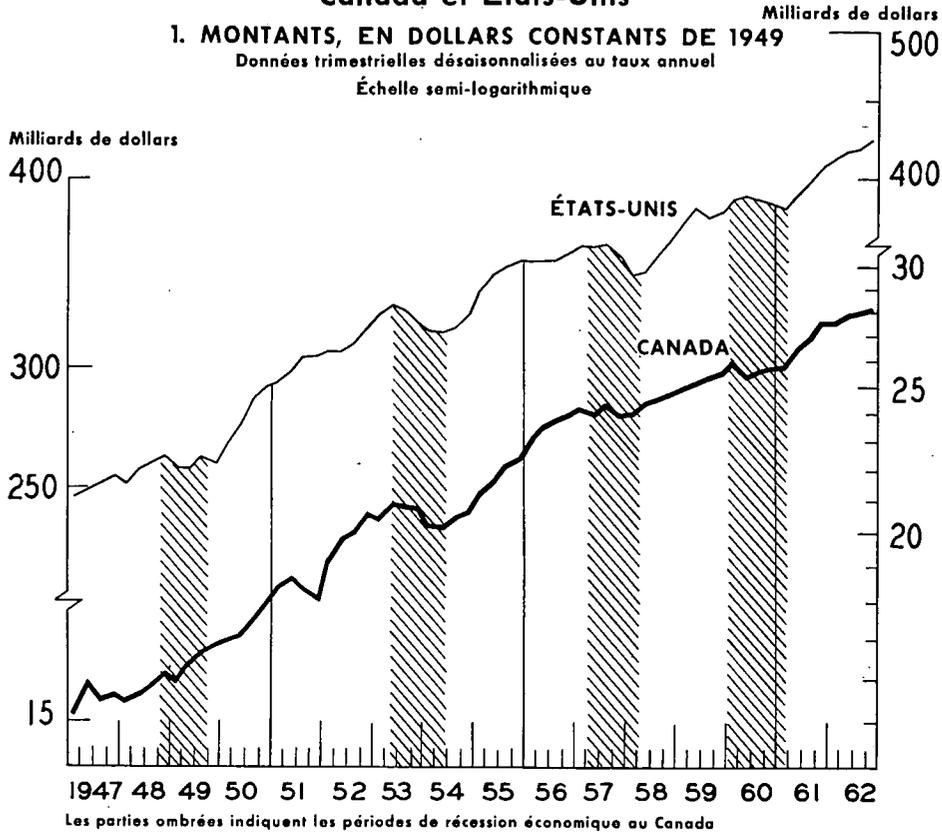
⁷ Le produit national brut au coût des facteurs serait une mesure plus appropriée, mais on ne l'utilise pas ici afin de pouvoir établir des comparaisons avec les États-Unis.

Graphique 20-1
DÉPENSE NATIONALE BRUTE
Canada et États-Unis

1. MONTANTS, EN DOLLARS CONSTANTS DE 1949

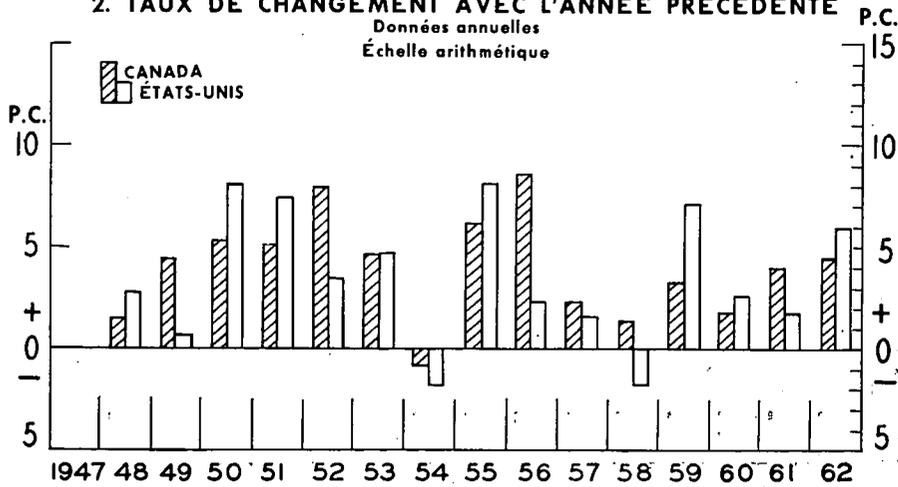
Données trimestrielles désaisonnalisées au taux annuel

Échelle semi-logarithmique



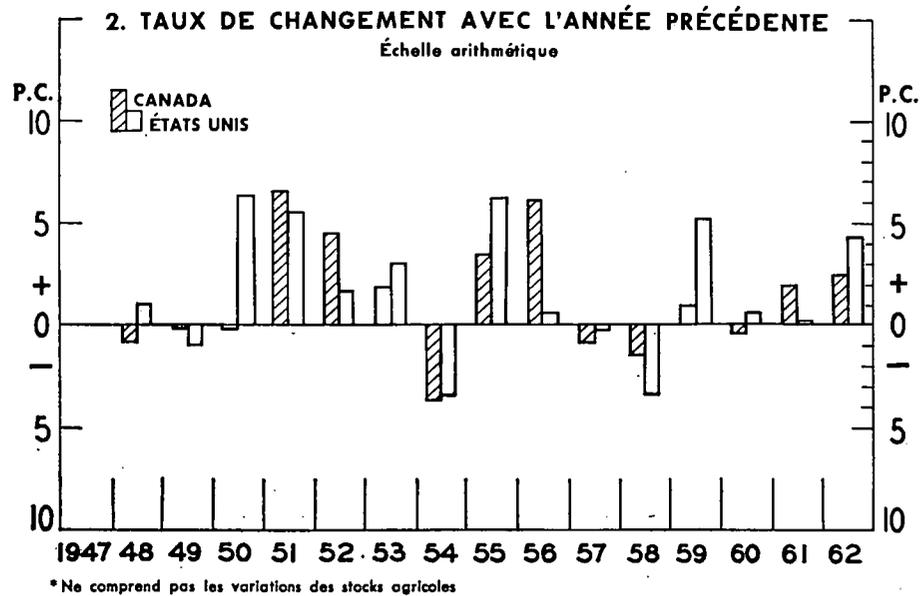
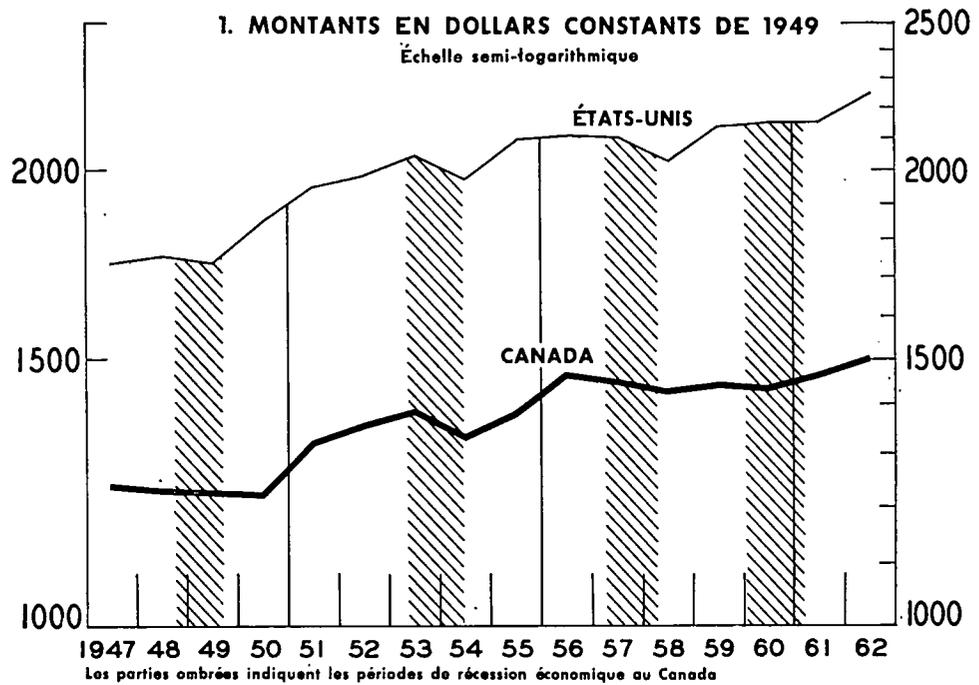
2. TAUX DE CHANGEMENT AVEC L'ANNÉE PRÉCÉDENTE

Données annuelles
 Échelle arithmétique



* Ne comprend pas les variations des stocks agricoles

Graphique 20-2
**DÉPENSE NATIONALE BRUTE
 PER CAPITA**
 Canada et États-Unis
 Données annuelles

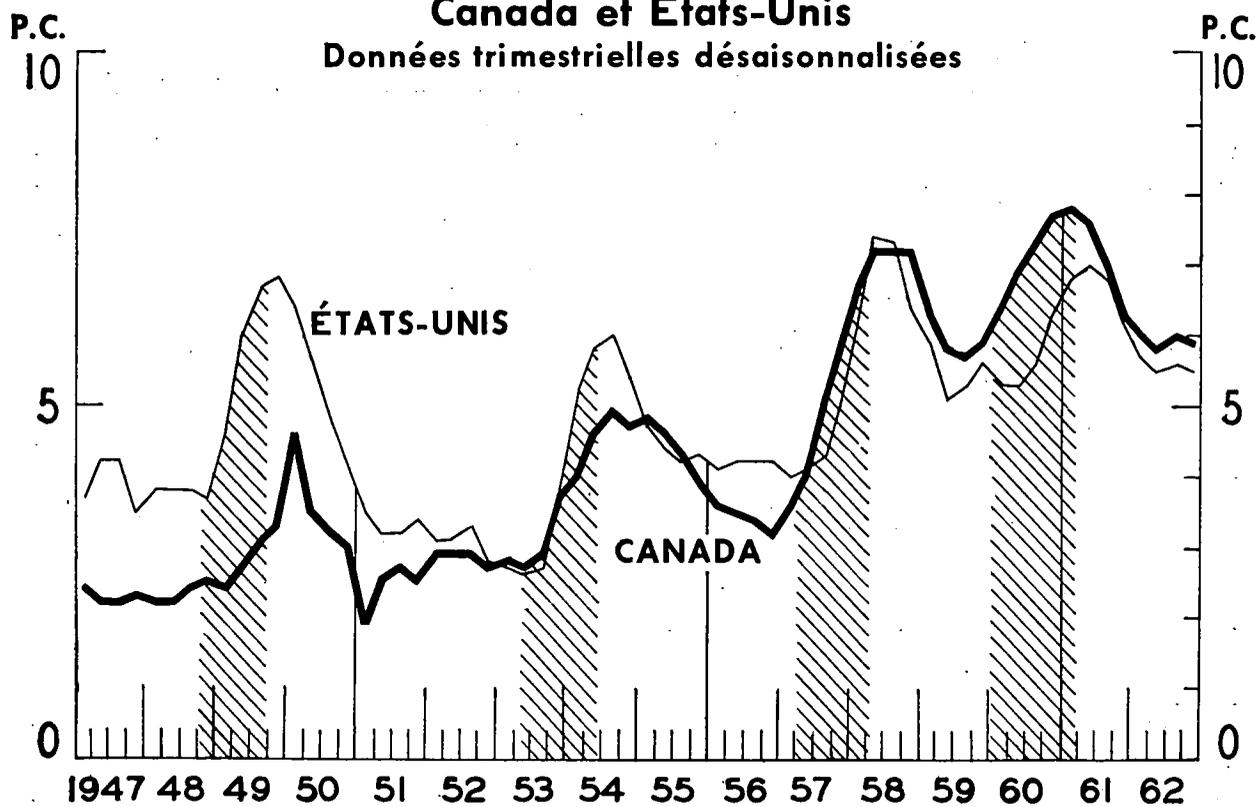


l'agriculture) s'est accrue au rythme de 2.7 p. 100 par an entre 1946 et 1956, mais de guère plus de 1 p. 100 par an entre 1956 et 1962.

Les taux du chômage ont reflété cette évolution; ils étaient très bas au début de la période d'après-guerre, alors qu'une pression s'exerçait sur les ressources productives, mais ils montèrent de façon assez prononcée par la suite, même pendant les phases de régression les plus légères. Toutefois, si nous faisons abstraction des facteurs saisonniers, le chômage n'a pas dépassé 4 p. 100 de l'effectif ouvrier avant la régression de 1954, sauf pour un trimestre en 1950, et il n'est jamais resté longtemps près de ce niveau

supérieur. Mais comme le fait voir le graphique 20-3, depuis 1957, le chiffre du chômage n'a pas été inférieur à 5 p. 100, ni au Canada ni aux États-Unis. En outre, nos taux de chômage se sont maintenus au-dessus des taux américains entre 1958 et 1962, en partie parce que notre croissance économique n'a pas augmenté au même rythme que notre main-d'œuvre. Bien qu'une partie de ce chômage soit «structurel», en ce sens qu'il existe des offres d'emplois que les chômeurs ne peuvent remplir faute d'aptitudes ou de formation, il y a lieu de signaler que la toute première cause du chômage tient à la faiblesse générale de la demande. Aussi constatons-

Graphique 20-3
CHÔMAGE
En pourcentage de la main d'oeuvre
Canada et États-Unis



nous que toutes les régions du pays et presque tous les types d'emploi ont accusé des taux de chômage plus élevés après 1957, quoique le fardeau reste plus lourd pour certaines régions, certains emplois et certains groupes d'âge⁸.

Alors que ce n'est qu'en ces dernières années que nous avons échoué dans la poursuite de nos objectifs en matière de productivité et d'emploi, c'est par ailleurs au début de la période d'après-guerre que nous avons le plus manqué le but de la stabilité des prix. Une forte demande—soutenue par le fort volume d'argent et d'obligations de l'État accumulés par le public au cours de la guerre—de même que des pénuries générales, aboutirent à une inflation aiguë des prix, comme le montre le graphique 20-4. Ainsi qu'on peut le voir aussi par les barres hachurées au bas du graphique, ces augmentations ont atteint un taux annuel maximum de presque 15 p. 100 en 1947. Vers la fin de 1948, cependant, les pressions ainsi exercées avaient fini de se faire sentir, et les prix devinrent à peu près stables jusqu'à ce que la guerre de Corée eût suscité à travers le monde la crainte de l'inflation et entraîné une forte demande de biens de toutes sortes, ce qui provoqua une autre hausse marquée des prix à la fin de 1950 et en 1951. A compter de ce moment et jusqu'au début de 1956, les prix restèrent encore une fois relativement stables, à cause d'une chute des prix des produits agricoles, d'augmentations importantes de la productivité et d'une situation plus compétitive en général. Toutefois, la pression exercée par le boom d'investissements sur les taux de rémunération de la main-d'œuvre et sur les autres frais de production commença à se faire sentir, et les prix aux consommateurs augmentèrent de plus de 2 p. 100 par année jusqu'après même qu'on eut dépassé le sommet de l'activité économique. Depuis 1959 cependant, les prix ont moins fluctué, les augmentations en périodes d'expansion étant inférieures à la normale, surtout en ce qui concerne les produits de base.

⁸ Voir le rapport du Comité spécial institué par le Sénat pour enquêter sur la main-d'œuvre et l'emploi (Imprimeur de la reine, 1961) qui donne une description détaillée du chômage au Canada et montre que les chômeurs se rencontrent davantage chez les hommes, les jeunes travailleurs, les ouvriers non spécialisés, etc.

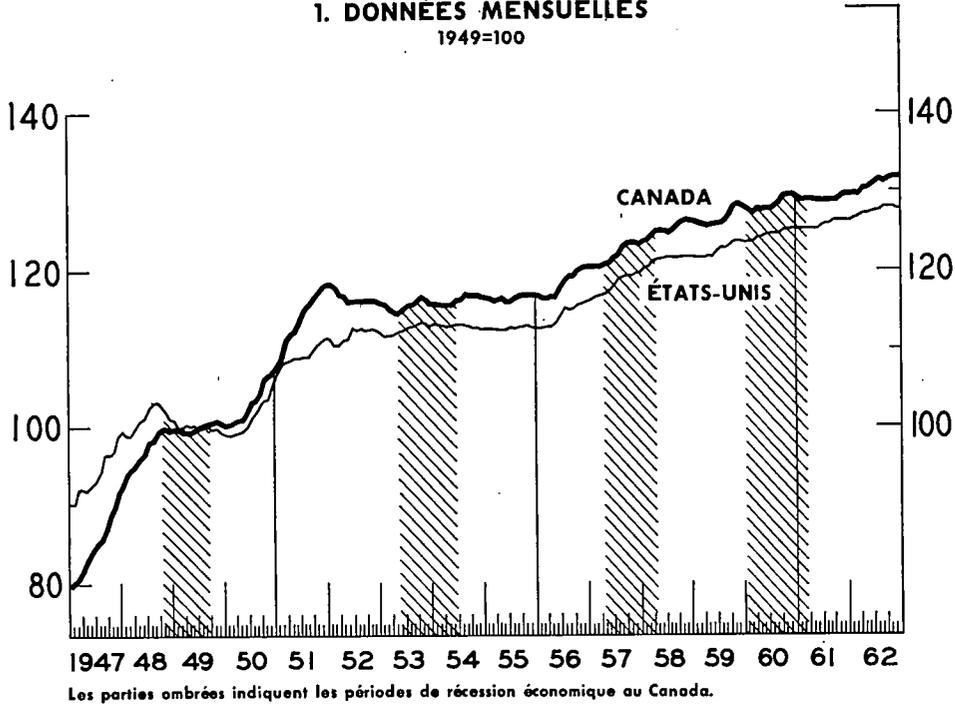
Cette évolution a été à peu près parallèle à celle des États-Unis, ce qui illustre une fois de plus l'étroitesse de nos liens économiques avec les États-Unis.

Si nous passons maintenant à l'objectif qui concerne notre position internationale, nous voyons au graphique 20-5 la valeur du dollar canadien sur le marché des devises et le volume des réserves officielles, et au graphique 20-6, notre balance des comptes courants ainsi que les montants bruts des placements directs effectués par des étrangers et les montants nets des nouveaux titres émis à l'étranger. En 1946, nous avons revalorisé le dollar canadien d'un escompte de 10 p. 100 à la parité avec le dollar américain, en partie parce que nous pensions que notre position face à la concurrence internationale s'était affermie, et aussi afin de réduire les pressions inflationnistes en provenance de l'étranger. Cependant, à compter du milieu de 1946 nos réserves de devises diminuèrent fortement, au point d'être réduites à moins de 500 millions de dollars en novembre 1947, surtout parce que notre surplus aux comptes courants qui allait en se réduisant se trouva plus qu'annulé par les forts prêts consentis au Royaume-Uni et aux pays de l'Europe pour fins de reconstruction. Le gouvernement imposa alors des mesures de contrôle sur les importations, certaines taxes d'accise spéciales et des restrictions du crédit aux consommateurs; et ces mesures combinées à des emprunts de l'État à l'étranger, plus l'inflation soutenue et prononcée qui régnait dans d'autres pays, entraînèrent une amélioration marquée de notre balance des comptes et de nos réserves. Quand en 1949, les pays d'outre-mer effectuèrent des dévalorisations importantes afin de tenir compte des changements fondamentaux qui s'étaient produits dans leur situation concurrentielle, nous dévalorisâmes notre monnaie de 10 p. 100.

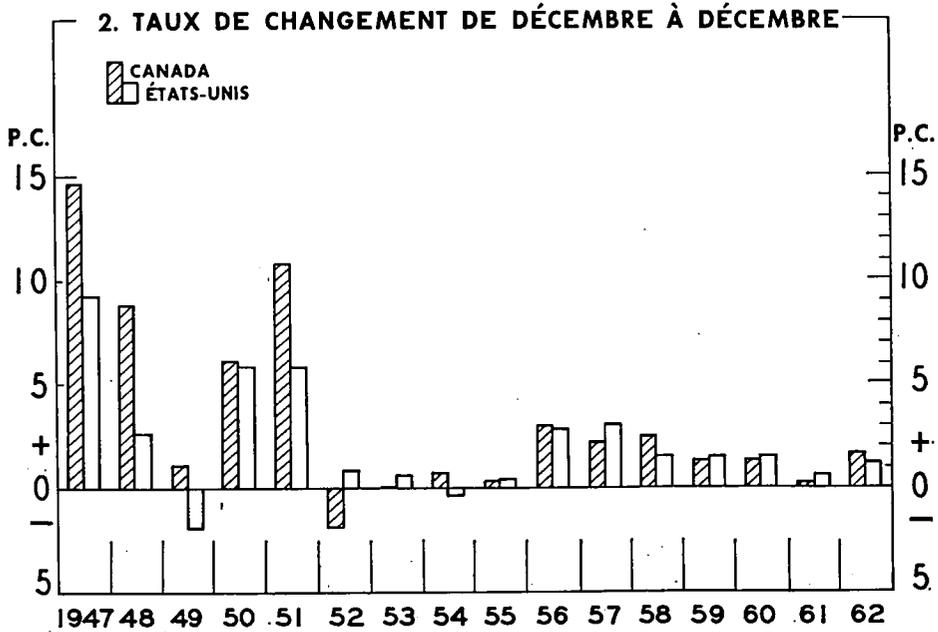
Rendu vers la fin de 1950, il devint évident que ce taux était intenable, malgré l'apparition d'un déficit à notre balance des comptes dû au rétablissement des économies européennes et aux pressions qui s'exerçaient sur nos ressources. Les investissements étrangers directs dans les en-

Graphique 20-4
INDICE DES PRIX PAYÉS PAR LES CONSOMMATEURS
 Canada et États-Unis

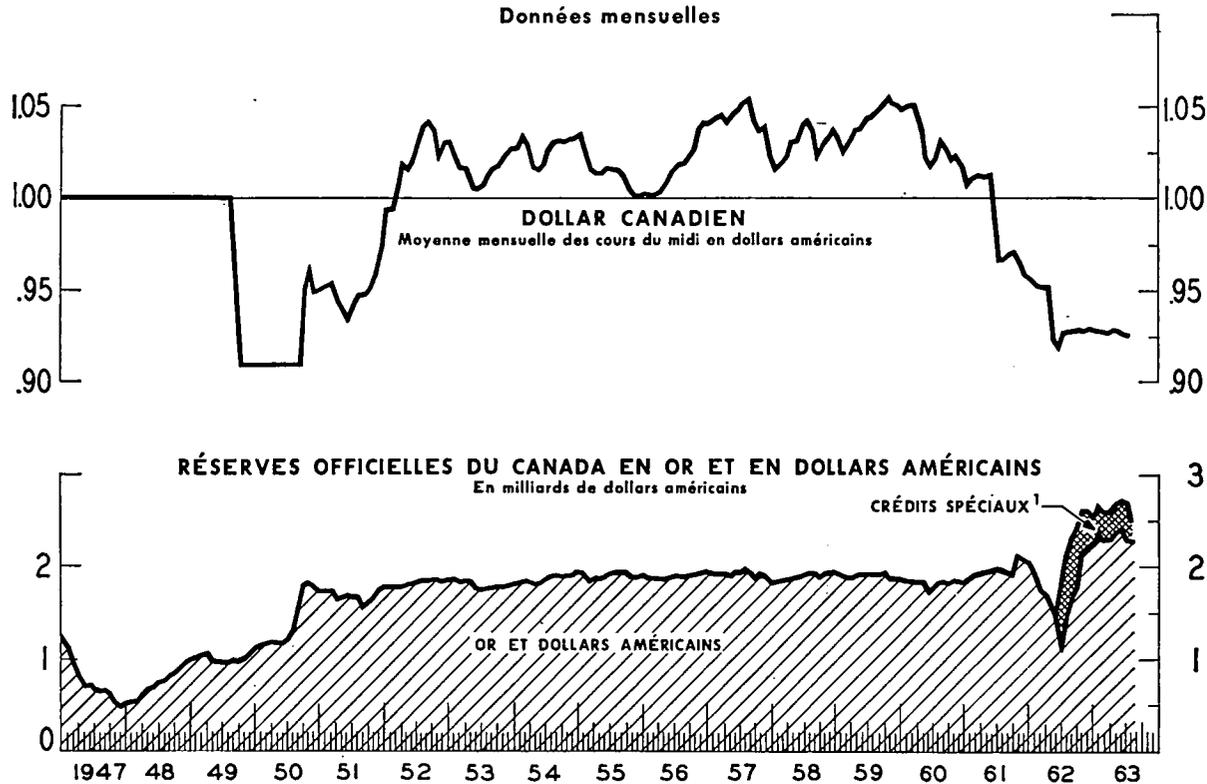
1. DONNÉES MENSUELLES
 1949=100



2. TAUX DE CHANGEMENT DE DÉCEMBRE À DÉCEMBRE



Graphique 20-5
TAUX DU CHANGE ET RÉSERVES OFFICIELLES DE DEVISES
 Données mensuelles

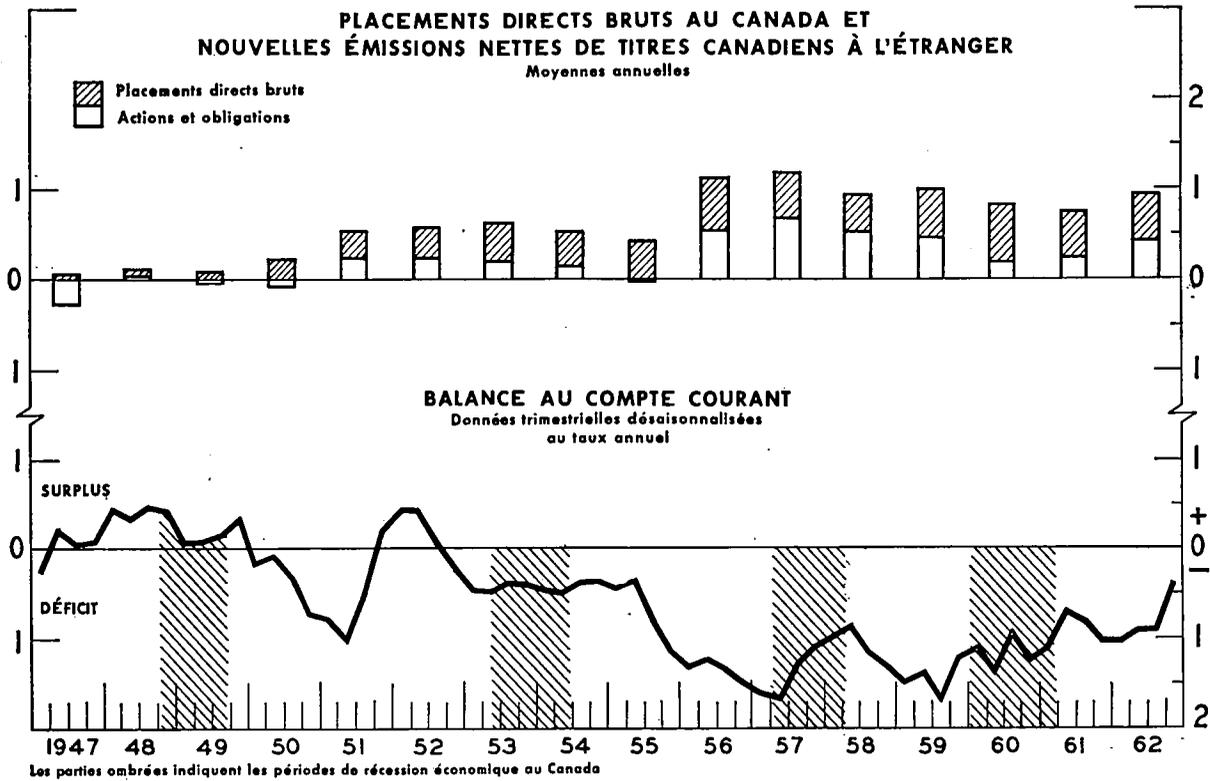


1. Sommes retirées du Fonds monétaire international ou obtenues en vertu d'ententes entre banques centrales

treprises canadiennes firent alors plus que doubler, parce que les États-Unis commencèrent à craindre des pénuries de matières premières d'importance stratégique. Des capitaux de spéculation affluèrent aussi de façon massive à cause de la conviction de plus en plus répandue que nous ne pourrions maintenir le taux de notre dollar, et —malgré les tentatives des autorités monétaires— nous ne pûmes absorber ces capitaux qu'en permettant une expansion dangereuse de la masse monétaire. Aussi, vers la fin de 1950, laissâmes-nous le dollar canadien libre de trouver son propre niveau, et le cours du change avança progressivement pour faire prime en 1952. Depuis lors jusqu'en 1960, les autorités n'intervinrent que pour corriger les fluctuations irrégulières à court terme du cours du change, et les réserves officielles de devises ne bougèrent pratiquement

pas. Notre dollar continua de faire prime pendant toute cette période, malgré les déficits considérables de notre balance des comptes qui se répétèrent régulièrement sauf en 1952, année où nos exportations de produits agricoles furent exceptionnellement élevées. Durant toutes ces années, les investissements directs des étrangers restèrent importants, de sorte que même la politique de relâchement monétaire qui fut poursuivie très activement au cours de la récession de 1954 n'entraîna pas de fléchissement en termes absolus dans la valeur du dollar. En 1955 cependant, la continuation de la politique de monnaie facile au Canada eut pour résultat de diminuer l'écart entre les taux d'intérêt canadiens et américains, et le cours du change baissa d'environ 3 p. 100 cette année-là. A mesure que le boom d'investissements prit de l'ampleur et que la politique

Graphique 20-6
BALANCE DES PAIEMENTS DU CANADA
 Milliards de dollars



monétaire devint restrictionniste, le dollar s'affermi de façon marquée, en partie à cause des nombreuses émissions de titres canadiens qui furent placées sur le marché de New York. Comme les taux d'intérêt furent maintenus au Canada à des niveaux relativement élevés après 1957, en dépit de l'affaiblissement qui se fit sentir dans la demande, ces émissions de titres restèrent considérables et vinrent renforcer l'appui que notre dollar recevait déjà des entrées de capitaux investis directement.

Au mois de décembre 1960, le gouvernement fit part qu'à son avis il n'était plus opportun que le dollar fasse prime étant donné le ralentissement économique qui régnait déjà depuis quelque temps, et il accrut les impôts perçus à la source sur les intérêts et les dividendes payés aux étrangers dans l'espoir de pousser le cours du dollar

vers un «escompte assez prononcé». En outre, pour la première fois en presque dix ans, les autorités commencèrent à intervenir directement sur le marché des devises afin de faire baisser le cours du change; celui-ci atteignit un escompte d'au-delà de 4 p. 100 vers la fin de 1961 par suite de cette politique, qui fut révélée dans l'exposé budgétaire de 1961, et par suite d'un fléchissement marqué dans les emprunts contractés par les Canadiens à l'étranger. Toutefois, au début de 1962, l'atmosphère d'incertitude créée par cette politique du gouvernement et par l'imminence des élections avait déclenché une fuite massive du dollar canadien; et malgré le rétablissement en mai d'un cours fixe de 92.5c É.-U., les réserves avaient tombé, en juin, à 1,100 millions de dollars. On prit des mesures spéciales pour endiguer ce courant, notamment l'imposition de

surtaxes douanières, l'obtention d'emprunts importants du Fonds monétaire international et d'autres sources, la réduction des dépenses de l'État et l'augmentation considérable des taux d'intérêt. L'effet de ces dispositions ne tarda pas à se faire sentir sur les réserves, et au début de l'année 1964 toutes ces mesures spéciales, sauf la réduction des exemptions consenties aux touristes, avaient été relâchées et les emprunts temporaires à l'étranger remboursés (à l'exception d'une partie des prêts du F.M.I.).

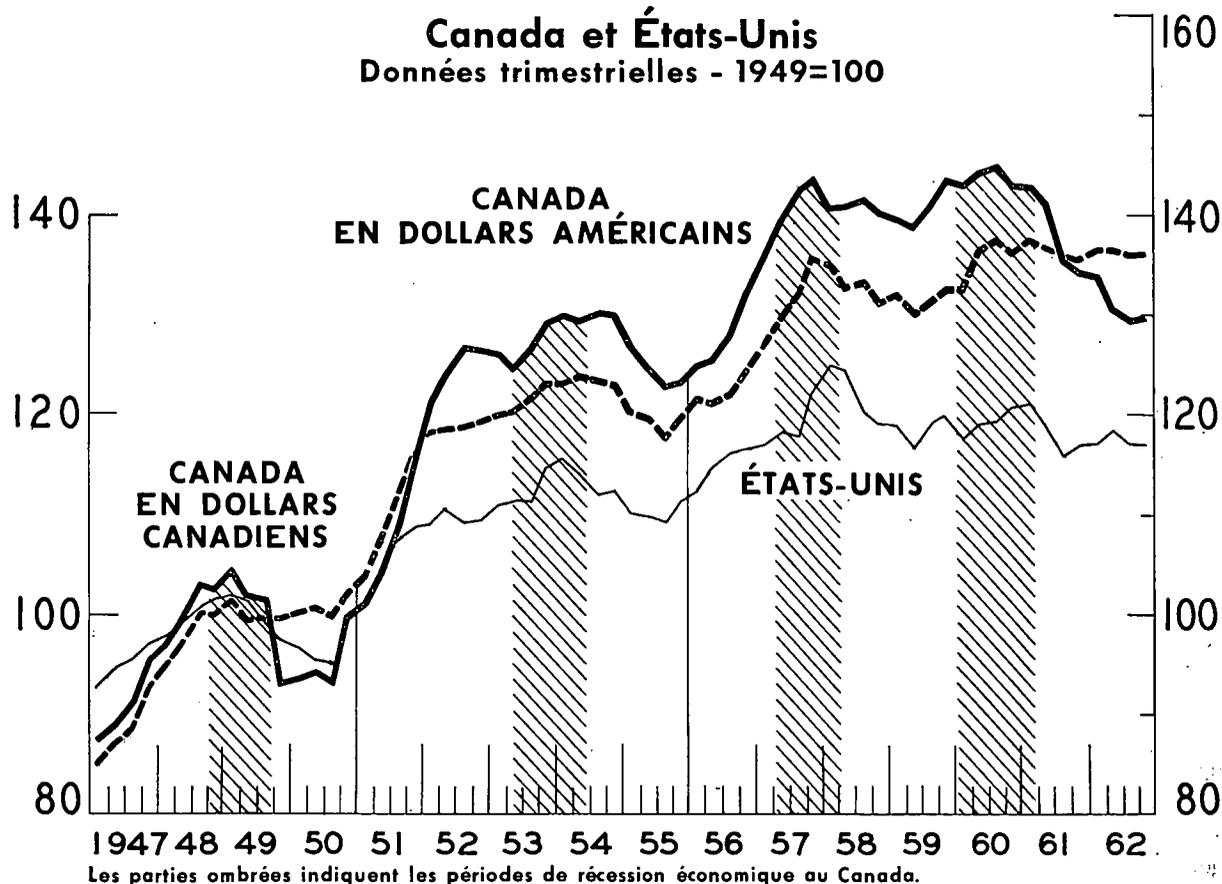
Nonobstant la solidité du dollar canadien entre 1950 et 1960, la situation concurrentielle de l'in-

dustrie canadienne sur les marchés mondiaux se détériora au cours de cette période. Le graphique 20-7 fait voir les frais de main-d'œuvre au Canada par unité de production comparés à ceux des États-Unis; ces frais de main-d'œuvre s'accroissent lorsque les hausses de productivité restent en-deçà de l'augmentation des salaires horaires moyens. Pendant la période où la demande dépassait la capacité des ressources canadiennes disponibles, cet affaiblissement de la concurrence offerte par notre pays n'entraîna pas de graves problèmes de caractère général; mais après 1957, il aggrava les difficultés que nous éprouvions à

Graphique 20-7
COÛT UNITAIRE DE LA MAIN D'OEUVRE
DANS L'INDUSTRIE MANUFACTURIÈRE

Canada et États-Unis

Données trimestrielles - 1949=100



améliorer notre balance des comptes. Ces difficultés furent accentuées par la concurrence active que nous dûmes subir de la part de l'Europe et du Japon, qui avaient restauré et modernisé leurs économies et amélioré leur position de façon vraiment spectaculaire. Cependant, des pressions inflationnistes de plus en plus fortes dans ces pays et le ralentissement récent de leurs taux de croissance ont mitigé quelque peu ce problème. En outre, le patronat et le salariat canadiens—qui depuis longtemps étaient habitués à faire assumer par le consommateur l'augmentation des frais de production—ont adopté en ces dernières années une attitude plus réaliste et plus compétitive, tandis que le fléchissement récent de la valeur du dollar canadien a aussi amélioré leur situation. Notre balance des comptes s'est donc redressée de façon remarquable: le déficit qui était de plus de 1.4 milliard de dollars en 1957 et 1959 a été abaissé à environ 500 millions de dollars en 1963. L'amélioration de notre balance commerciale a été encore plus frappante puisque nous sommes passés d'un déficit de plus de 700 millions de dollars en 1956 à un surplus notable de 1963⁹.

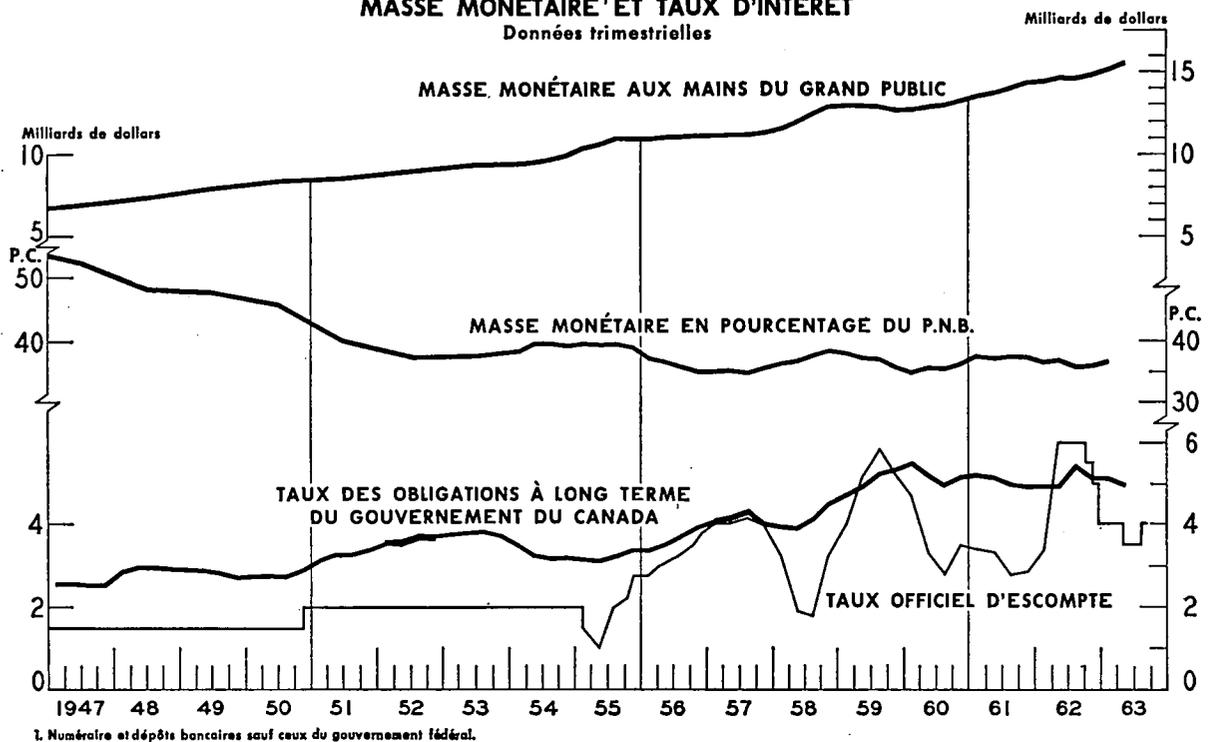
Les politiques financières intérieures de la période d'après-guerre ont aussi passablement varié. Dans les premières années qui ont suivi la guerre, on ne s'est guère servi de la politique monétaire pour exercer une influence restrictive sur l'économie; le taux officiel d'escompte était fixé à un bas niveau, et on maintenait les rendements sur les obligations à long terme de l'État entre 2.60 et 3 p. 100. Cela témoignait du scepticisme général à travers le monde quant à l'efficacité à court terme de la politique monétaire, de la conviction qu'une dépression économique surviendrait sous peu et qu'il faudrait de toute façon rendre bientôt le crédit facile, et de l'inquiétude que soulevait le problème d'administrer l'énorme dette que le gouvernement avait assumée pour financer la guerre. Ainsi la politique monétaire ne joua aucun rôle pour lutter contre l'inflation d'après-guerre ou pour régler les difficultés en matière de change qui surgirent en 1947. En fait, la politi-

que de soutenir les obligations de l'État au-dessus du pair ou près du pair avait pour résultat que la banque centrale et les portefeuilles de l'État aidaient le public à liquider ses titres pour financer la profusion de ses dépenses d'après-guerre. Le stock monétaire—qui avait déjà atteint des niveaux sans précédent par rapport au P.N.B.—connut une nouvelle expansion de 1946 à 1948 au moment où les pressions inflationnistes étaient à leur maximum. Il en résulta une liquidité supplémentaire qui ne pouvait qu'aboutir à des augmentations additionnelles de prix. Ce sont ces augmentations de prix (illustrées par le graphique 20-4) qui expliquent le déclin du rapport entre la masse monétaire et le P.N.B. montré au graphique 20-8.

Au début du conflit coréen, comme les fortes dépenses entraînées par la défense limitaient la possibilité de produire des surplus budgétaires pour combattre les pressions inflationnistes, on commença à recourir de façon plus active à la politique monétaire dans le monde entier. Au Canada, on appliqua des restrictions monétaires à compter de la fin de 1950, on releva le taux officiel d'escompte et l'on demanda aux banques de restreindre leurs activités de prêt. Les taux d'intérêt sur les obligations du Canada à 15 ans atteignirent un sommet de 3½ p. 100 vers la fin de 1953; mais dès que la première régression sensible de l'après-guerre commença à se manifester, on retourna à une politique de grande facilité. Cette régression ne se révéla finalement ni tellement grave ni particulièrement longue, mais elle inquiéta au plus haut point le public et les autorités monétaires. Celles-ci s'en tinrent à une politique de crédit facile jusque vers le milieu de juillet 1955, alors que le boom d'investissements était déjà bien amorcé. Elles augmentèrent sensiblement la masse monétaire, elles abaissèrent encore le taux officiel d'escompte au mois de février 1955, et les taux d'intérêt sur de nombreuses obligations canadiennes à court terme devinrent inférieurs aux taux en cours aux États-Unis. Subséquemment, on resserra le crédit afin de mettre un frein à la pression qui se faisait sentir sur les ressources et on majora plusieurs fois le taux officiel d'escompte jusqu'à ce que,

⁹ Voir aussi le graphique 4 du chapitre 5.

Graphique 20-8
MASSE MONÉTAIRE ET TAUX D'INTÉRÊT
 Données trimestrielles



en novembre 1956, on établit ce taux à 4 p. 100 au-dessus du prix moyen des enchères hebdomadaires acceptées sur les bons du Trésor à 91 jours. C'est aussi durant cette période que fut conclue avec les banques l'entente relative à un coefficient de liquidité de 15 p. 100, qu'on essaya de freiner les affaires des compagnies de finance et qu'on exhorta les banques à restreindre le crédit à terme et certains autres genres de prêt.

Les conditions furent rendues plus faciles vers la fin de 1957, et la masse monétaire fit l'objet d'une expansion importante jusqu'à l'année suivante à cause, pour une large part, d'opérations de gestion de la dette dont il sera question plus loin. Conscientes de ce qu'elles avaient trop peu restreint le boom de 1955-1957 et commencé trop tard à le faire, se rendant compte des difficultés qui découlaient de l'état de grande liquidité créé en 1954, et influencées par les augmentations de prix qui persistaient et par la crainte de l'inflation, les autorités monétaires, vers la fin de

1958, bloquèrent pratiquement toute augmentation de la masse monétaire, bien que la reprise ne fût alors qu'à ses débuts et n'eût manifesté jusque-là que bien peu de vigueur. Le resserrement du crédit qui s'ensuivit, la crainte générale de l'inflation sur les marchés financiers, et l'appréhension qu'on entretenait quant à l'ampleur du déficit de l'État eurent ensemble pour effet de porter les taux d'intérêt à des niveaux sans précédent. Les taux auraient sans doute été plus élevés que dans les années qui suivirent la guerre, quelque ligne de conduite qu'on eût adoptée, étant donné cette attente de l'inflation et la demande relativement plus forte de capitaux dans le monde. Néanmoins, cette politique vigoureusement restrictionniste contribua à ce que l'expansion de 1958-1960 fut la plus faible depuis la fin de la guerre et la seule qui resta inférieure à la reprise correspondante de l'économie des États-Unis. L'agrandissement de l'écart entre les taux d'intérêt régnant au Canada et aux États-

Unis en 1959-1960 attira un surcroît de capitaux étrangers, maintint notre dollar à une prime plus importante qu'elle ne l'aurait été autrement, et contribua ainsi à faire empirer le déséquilibre de notre balance internationale. Et pourtant les autorités, apparemment influencées par le fait que des conditions de crédit plus faciles n'avaient pas fait baisser rapidement le cours du change au cours de la régression de 1954, parurent croire cette fois-ci que leur politique de crédit n'était pas un facteur bien important qui gardât le cours de change trop élevé.

Subséquentement au rejet par le ministre des Finances de quelques enchères pour les bons du Trésor en août 1959, les conditions devinrent plus faciles, bien que la masse monétaire ne recommençât à augmenter qu'au cours de 1960, soit bien après que la régression suivante eût déjà débuté. Cette politique de plus grande facilité fut poursuivie, à cause de la faiblesse de la reprise subséquente, jusque vers le milieu de l'année 1962 alors que l'affaiblissement de notre position internationale fit imposer des restrictions. Ainsi que nous l'avons indiqué plus tôt, ce besoin ne se fit pas longtemps sentir et le taux officiel d'escompte, qu'on avait porté à 6 p. 100 au mois de juin et rétabli sur une base fixe, fut abaissé par étapes successives vers la fin de 1962 et au début de 1963 jusqu'à 3½ p. 100, et remonta subséquemment à 4 p. 100. Dans l'intervalle, on permit à la masse monétaire de connaître une nouvelle expansion, dans le but de stimuler l'activité au Canada par des conditions de crédit relativement faciles, et pour éviter d'attirer des montants excessifs de devises et de capitaux internationaux.

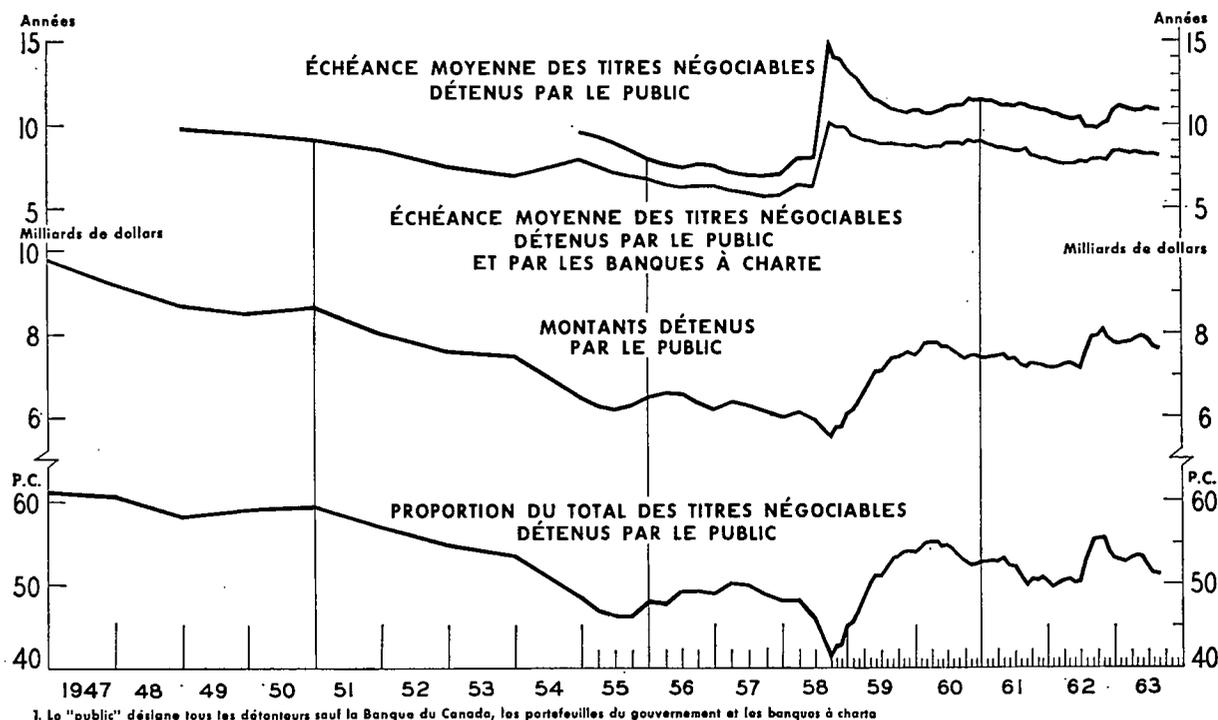
La politique de gestion de la dette est étroitement reliée à la politique monétaire en ce sens que l'une et l'autre influent sur les conditions de crédit et, partant, sur le niveau de la dépense au sein de l'économie. Si l'on coordonne la gestion de la dette avec d'autres sortes de mesures, de manière à en faire un instrument de stabilisation, on peut s'attendre à ce que les autorités raccourcissent l'échéance de la dette détenue par d'autres que les portefeuilles de l'État lorsqu'elles veulent

relâcher le crédit, et qu'elles l'allongent dans le cas contraire¹⁰. Il peut être nécessaire également, lorsqu'on désire rendre plus faciles les conditions de crédit et favoriser la dépense en denrées et services, de réduire la proportion et même, en certaines circonstances, le montant absolu de la dette aux mains du public non bancaire, tandis que le contraire peut être requis lorsque l'on cherche plutôt à restreindre le crédit. Le graphique 20-9, où figurent les données pertinentes, montre que, dans la période d'après-guerre, on n'a pas suivi un tel cours de très près. Dans les premières années, l'appui que les autorités fournirent au marché des obligations de l'État en favorisa la liquidation par le public, contribua à maintenir des conditions de crédit extrêmement faciles, et stimula la dépense alors qu'il eût été plus opportun de se montrer restrictionniste. Cet épisode démontre jusqu'à quel point la recherche d'un objectif accessoire et inapproprié, en l'occurrence le maintien des taux d'intérêt à un niveau beaucoup trop bas, peut effectivement entraver la poursuite des objectifs primordiaux: pour obtenir les avantages de la stabilité du prix des capitaux, on imposa à l'économie tout entière un surcroît de poussée inflationniste et on affaiblit davantage sa position concurrentielle, ce qui contribua subséquemment à accroître le chômage.

Lorsqu'on abandonna cette ligne de conduite en 1950 afin de rendre la politique monétaire libre de combattre les pressions inflationnistes qui se faisaient de nouveau menaçantes, on ne chercha pas vraiment à allonger l'échéance de la dette ni à encourager le public en dehors des banques à seulement même conserver la même proportion des obligations en circulation. Puis au cours de la régression de l'année 1954, on allongea l'échéance de la dette en lançant plusieurs émissions à longue échéance bien que les autorités monétaires eussent alors adopté une politique de crédit facile; tandis qu'en 1955 et 1956, à l'encontre des mesures restrictionnistes appliquées pour combattre le boom d'investissements, on abrégea l'échéance de la dette détenue

¹⁰ Les diverses théories concernant la gestion de la dette publique sont examinées au chapitre 22.

Graphique 20-9
ÉCHÉANCE MOYENNE DE LA DETTE FÉDÉRALE ET PORTEFEUILLES DU PUBLIC¹



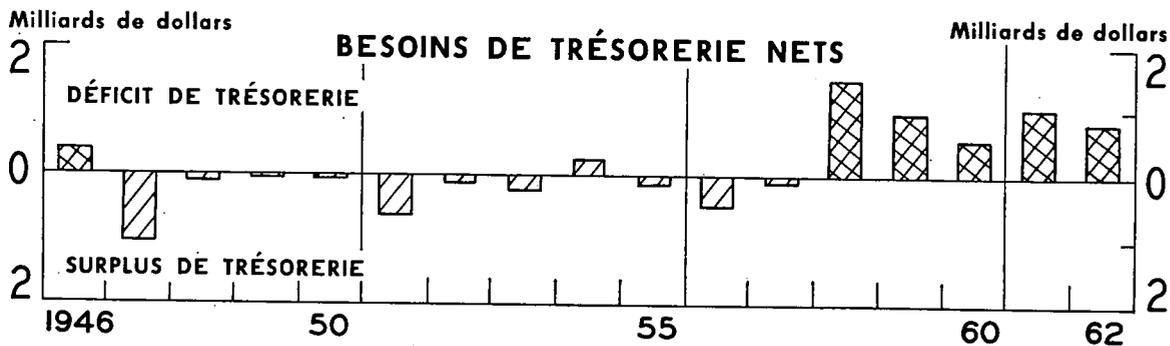
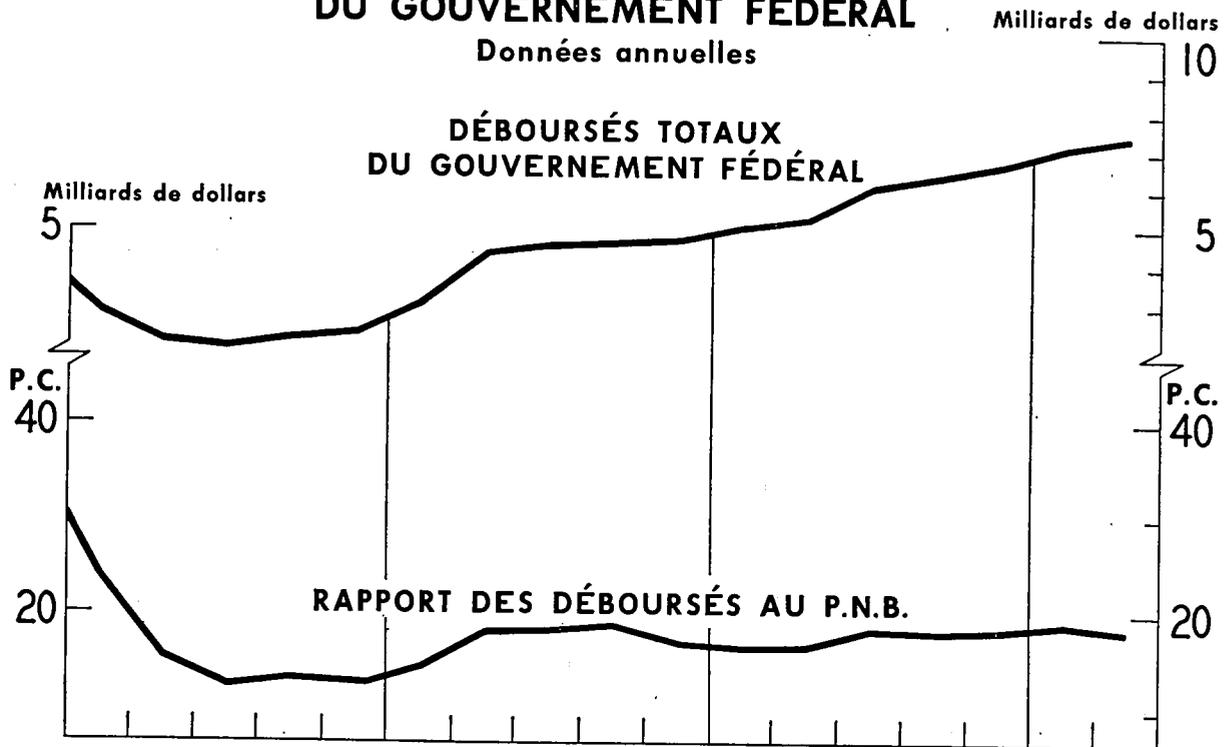
en dehors du secteur gouvernemental. On continua de le faire jusqu'au cours de l'année 1957, mais on renversa la vapeur lors de la régression suivante en lançant plusieurs émissions à longue échéance. Toutefois, ces mesures ne furent rien comparées à l'énorme opération de conversion de la dette entre juillet et septembre 1958, alors qu'on prolongea d'un seul coup l'échéance de plus de 40 p. 100 de la dette négociable en cours et qu'on allongea l'échéance moyenne des titres détenus en dehors du secteur gouvernemental de presque sept ans, pour la porter à 14 ans et 9 mois. Nonobstant les fluctuations du niveau de l'activité économique depuis cette époque, les seuls temps où on a résisté au raccourcissement progressif de la durée des obligations détenues par le public ont été en 1960 (année de récession) ainsi que la fin de 1962 et le début de 1963, alors que prédominèrent certaines considérations internationales. On permit au montant

des obligations détenues par le public en dehors des banques de diminuer au cours de la récession de 1960 ainsi qu'au début de la période de reprise subséquente, mais ce montant accusa une augmentation très marquée à la suite des mesures adoptées en 1962. De sorte que, de façon générale, la politique de gestion de la dette a été plutôt orientée vers les objectifs plus limités, tout importants qu'ils soient, de réduire le fardeau du service de la dette et—dans une certaine mesure—de régulariser les marchés d'obligations, au lieu de tendre vers les objectifs supérieurs de la nation.

Durant l'après-guerre, on a rarement utilisé la politique fiscale comme instrument de stabilisation, bien que les fluctuations automatiques des surplus et des déficits fédéraux causées par les cycles conjoncturels aient fourni un puissant élément de stabilisation. Nous avons indiqué, au graphique 20-10, les dépenses fédérales sur la

Graphique 20-10
**DÉBOURSÉS ET BESOINS DE TRÉSORERIE
 DU GOUVERNEMENT FÉDÉRAL**

Données annuelles



1. Sur la base des comptes nationaux

base des comptes nationaux, tant en termes absolus qu'en proportion de la dépense nationale totale, tandis que les barres qui figurent au bas du graphique font voir les besoins nets de trésorerie du gouvernement, y compris ses besoins de caisse pour ses prêts et placements. Les dépenses de l'État baissèrent fortement en 1946

comparativement à leur niveau du temps de guerre, et la proportion des ressources nationales réquisitionnée par le gouvernement fléchit de façon marquée en 1947 et 1948, ce qui était d'ailleurs souhaitable pour cette période d'inflation. En conséquence, de modestes excédents de caisse apparurent (le chiffre élevé de 1947 est

attribuable dans une bonne mesure au fléchissement des réserves de devises), encore que ces excédents semblent s'être produits par accident jusqu'à un certain point, grâce à l'activité plus marquée et aux prix plus soutenus que ce qu'on avait anticipé. A tout événement, les effets positifs qu'apportaient ces excédents, en soustrayant des fonds du courant des revenus pour soulager les pressions qui s'exerçaient sur les ressources, furent affaiblis par des politiques monétaires et des techniques de gestion de la dette qui aidaient le public à liquider ses obligations. Le gouvernement réduisit les impôts lors de la récession de 1949, mais son surplus ne diminua que modérément. Toutefois, comme la chose s'est produite lors de toutes les récessions de l'après-guerre, sa part de la dépense nationale augmenta quelque peu, ce qui eut pour effet d'apporter un soutien au rythme de l'activité économique. Vers la fin de 1950 et au début de 1951, on haussa les impôts assez fortement pour financer les dépenses de défense plus élevées que nécessitait la guerre de Corée; ces dépenses n'atteignirent toutefois leur maximum qu'en 1952. On accumula donc en 1951 un important surplus, qui—s'ajoutant à l'influence de la politique monétaire—eut pour effet de restreindre la demande. On eut recours à d'autres mesures durant cette période, dont la réglementation du crédit au consommateur, la dépréciation accélérée des investissements utiles pour les fins de la défense, et le retrait des privilèges de dépréciation à l'égard de certains travaux de construction non essentiels. On songea à mettre en vigueur un régime de réglementation des prix, comme le firent temporairement les États-Unis, mais on rejeta ce moyen d'action en faveur de mesures plus générales, plus faciles à appliquer et moins nuisibles à la productivité. On n'eut pas à décréter de contrôles des devises, qui de toute façon étaient peu prisés, étant donnée la protection que les mesures précédentes en ce sens avaient assurée aux industries moins efficaces.

En 1953, on ramena l'impôt sur le revenu des particuliers à peu près aux niveaux de 1950; cependant, aucune mesure importante ne fut prise

de propos délibéré dans le budget de 1954 pour combattre la régression, et les dépenses de l'État accusèrent effectivement leur plus faible augmentation de toute la période d'après-guerre. Toutefois, il survint des changements dans la position du budget et de l'encaisse, ce qui, avec l'adoption de la Loi nationale sur l'habitation, assura un certain appui à l'économie; néanmoins, ce sont les autorités monétaires qui assumèrent surtout la tâche de stimuler l'économie. Il y eut d'autres faibles réductions d'impôt en 1955 et, bien que les investissements eussent atteint un sommet d'au-delà de 27 p. 100 de la production nationale deux ans plus tard, on n'adopta durant cette période aucune nouvelle mesure fiscale pour modérer la demande. La politique fédérale aggrava même la pression exercée sur les ressources par le boom d'investissements—dans les métaux, le pétrole et le gaz, et les produits ouverts—en procédant sans faire relâche à l'exécution d'entreprises telles que la voie maritime du Saint-Laurent et en finançant une partie du coût du pipeline d'une entreprise privée. Toutefois, l'essor des revenus eut pour effet automatique de transformer le modeste déficit de 1954 du gouvernement en un excédent de plus de 500 millions de dollars en 1956. Les restrictions monétaires furent à peu près la seule arme dont on se servit de propos délibéré, la gestion de la dette comme nous l'avons mentionné ayant agi durant cette période dans le sens du relâchement des conditions de crédit. La récession suivante commença en avril 1957, mais on ne modifia les impôts que légèrement, et le budget des dépenses, en proportion de la production nationale, resta bien inférieur à celui de 1954.

Dans la dernière partie de 1957, le nouveau gouvernement adopta des mesures importantes en vue de relancer l'économie. Les versements aux bénéficiaires de pensions et aux provinces furent accrus, les impôts réduits, un programme de travaux d'hiver amorcé, et une politique de prêts hypothécaires directs inaugurée. Les déboursés de l'État s'accrurent donc de façon marquée l'année suivante, tant en termes absolus qu'en pourcentage de la production nationale, tandis qu'au lieu d'avoir une trésorerie à peu près

équilibrée comme vers la fin de 1957, on eut des besoins nets de près d'un milliard et demi de dollars. Sur la base des comptes nationaux, le déficit n'atteignait que la moitié de ce chiffre, en partie parce que les besoins d'encaisse comprenaient des prêts de plus de 300 millions de dollars à la S.C.H.L. pour permettre à cette dernière de consentir des prêts hypothécaires; si l'on exclut ces avances, les besoins de trésorerie équivalaient à un peu plus de 3 p. 100 du P.N.B. Apparemment parce qu'il croyait que le pays allait assister à une reprise vigoureuse en 1958-1959 et qu'il se préoccupait des craintes d'inflation qui se manifestaient alors, le gouvernement augmenta un peu les impôts en 1959; cette mesure, jointe aux restrictions monétaires, contribua au peu de vigueur dont cette expansion fit preuve. En 1960, on accorda certains dégrèvements pour encourager la production de nouveaux produits mais on n'apporta pas de modifications importantes pour compenser l'affaiblissement de la conjoncture. En décembre, toutefois, la S.C.H.L. augmenta ses prêts directs (qui étaient alors extrêmement réduits), on haussa le montant maximum des prêts de la L.N.H., on amplifia le programme des travaux d'hiver, et on adopta certaines mesures pour favoriser les petites entreprises. Les sorties de fonds du gouvernement augmentèrent plus nettement en 1961 par suite de ces accroissements de dépenses et des déboursés plus considérables encourus pour la formation professionnelle, l'aménagement de réseaux d'égouts et divers autres programmes. Cette augmentation fut quelque peu réduite en 1962 par les mesures que le gouvernement dut adopter afin de faire face à la crise du change.

Tout compte fait, on ne peut que conclure que les politiques financières de la période d'après-guerre n'ont pas contribué dans toute la mesure possible à la réalisation de nos grands objectifs économiques. Indépendamment des limitations que comporte ce genre de politiques et de la difficulté de prédire avec exactitude l'évolution de la conjoncture, à certaines occasions les mesures appliquées semblaient agir dans des directions opposées, et en d'autres circonstances on aurait pu prendre action de façon plus énergi-

que à la lumière des renseignements que l'on possédait alors. En fait, les récessions de la période d'après-guerre ont été plus courtes et moins violentes que celles d'autrefois, d'abord parce que nous dépendions moins de la production agricole, mais surtout à cause du rôle puissant qu'ont joué les facteurs automatiques de stabilisation et à cause d'interventions plus conscientes de la part du gouvernement. Toutefois, ainsi que l'indique le tableau ci-dessous, l'évolution de notre économie depuis 1957, si l'on en juge par l'accroissement du chômage et de la production, a été moins favorable que dans la plupart des principaux pays industriels situés en dehors de l'Amérique du Nord, bien que les prix aient montré chez nous plus de stabilité.

TABLEAU 20-2

—	Taux de chômage ^a	Essor de la production industrielle ^b	Augmentations de prix ^c
	1960 p.c.	1957-1962 p.c.	1957-1962 p.c.
Canada.....	7.0	31.8	7.1
États-Unis.....	5.6	18.7	7.1
Italie.....	4.3	24.7	13.0
Grande-Bretagne.....	2.4	10.9	11.2
France.....	1.9	30.2	30.4
Suède.....	1.5	23.5	16.5
Japon.....	1.1	96.1 ^d	21.6
Allemagne.....	1.0	41.2	10.1

^aRendus conformes aux définitions américaines.

^bMoyenne de 1957 à décembre 1962—chiffres du F.M.I.

^cDe décembre à décembre—chiffres du F.M.I.

^dProduction manufacturière.

Il est clair que nos liens économiques et géographiques étroits avec les États-Unis vont continuer de rendre difficile pour nous de faire beaucoup mieux que l'économie américaine, et que les événements mondiaux exerceront toujours une influence profonde sur notre activité intérieure; néanmoins, il n'y a pas de raison en soi qui nous empêche d'améliorer relativement aux autres notre situation économique. L'importance relative des importations fléchit d'habitude de

façon automatique durant les régressions et en amortit les effets, de même que l'expansion des importations fournit une soupape de sûreté quand toutes nos ressources sont mises à contribution. Si l'on poursuit une politique judicieuse et que l'on surveille étroitement les facteurs de concurrence, les faits indiquent qu'il n'est pas du tout impossible que nous nous rapprochions de nos grands objectifs économiques. Les possibilités que nous avons d'atteindre nos objectifs seront encore meilleures si tous les pays, en se préoccupant de leur taux de croissance, en viennent à améliorer la coopération et la coordination internationales dans ce domaine.

CONFLITS ENTRE LES OBJECTIFS

S'il existe entre les objectifs économiques que poursuit la société des conflits qui en soi sont inconciliables, il faut en sacrifier ou en modifier un ou plusieurs. En fait, même si nous n'avions qu'un seul objectif économique, celui par exemple d'abaisser le niveau du chômage au-dessous de 2 p. 100, il ne s'ensuivrait pas nécessairement qu'on pourrait concilier cet objectif avec les réalités de notre vie économique. Les mesures politiques seraient toutes prises en fonction de cet objectif unique, mais il resterait la difficulté de prédire l'évolution de la conjoncture et les effets de la politique adoptée sur cette évolution. En outre, ces mesures pourraient fort bien elles-mêmes se retourner contre le but qu'elles poursuivent si elles provoquaient une hausse des prix ou des difficultés dans la balance des paiements qui mineraient le climat de confiance, au pays et à l'étranger, et qui réduiraient l'activité économique. L'orientation et l'application de la politique deviennent encore plus complexes lorsqu'on se fixe plus d'un objectif. Il n'arrive pas souvent que la structure de notre économie et le genre de politique qu'on poursuit soient tels que la recherche d'un objectif conduise automatiquement à la réalisation d'un autre: un seul moyen d'action est peu susceptible de se révéler suffisant pour assurer la réalisation de tous nos objectifs, tandis que des moyens d'action multiples ne sont à peu près jamais si indépendants les uns des autres dans

leurs effets que chacun puisse être appliqué isolément et dirigé vers son propre objectif.

Toutefois, rien apparemment dans l'histoire économique du Canada ou des autres pays nous porte à croire qu'une productivité croissante est incompatible avec de hauts niveaux d'emploi, la stabilité des prix et une saine position financière extérieure. Bien que les accroissements à court terme de la productivité et de l'emploi soient normalement plus élevés lorsque l'économie se remet d'une régression et qu'elle utilise ses ressources plus complètement et plus efficacement, c'est un phénomène de caractère temporaire et qui ne contredit pas le fait que des hausses rapides et durables de la productivité à long terme se sont produites à des époques tant de faible chômage que de chômage prononcé. Quoique les augmentations de production par ouvrier tendent souvent à ralentir quand les niveaux d'emploi sont satisfaisants, nous ne voyons pas pourquoi les augmentations à long terme de productivité seraient incompatibles avec le plein emploi, si la concurrence reste vigoureuse et que le climat économique général demeure favorable au travail, à l'entreprise et à l'investissement. L'étude des événements révèle aussi que la productivité et la croissance de l'économie au Canada ou ailleurs n'ont pas de relations étroites avec un type donné de fluctuations des prix: des expansions vigoureuses, en total ou par employé, se sont produites en temps de hausse ou de baisse ou de stabilité des prix, tandis qu'on a aussi été témoin de stagnation dans des circonstances semblables. Enfin, rien n'indique que des augmentations satisfaisantes de productivité au Canada entrent en conflit avec l'objectif de maintenir des relations économiques saines avec le reste du monde, pourvu que l'activité générale ne devienne pas intense au point d'exercer une trop grande pression sur nos ressources, que les prix et les coûts de production ne prennent pas la tangente et que les capitaux étrangers ne soient pas attirés vers des entreprises peu rentables. Des difficultés extérieures semblent en fait avoir surgi tout aussi souvent dans des temps de progrès faible de la productivité au Canada. Il pourra arriver à l'avenir, comme cela s'est produit dans le passé, que des mesures à

long terme destinées à améliorer la productivité de l'économie devront temporairement être mises de côté pour des considérations de prix, d'embauche, ou de facteurs internationaux; mais notre principal argument c'est qu'il n'existe pas nécessairement de conflit permanent entre des accroissements satisfaisants de productivité et ces autres objectifs.

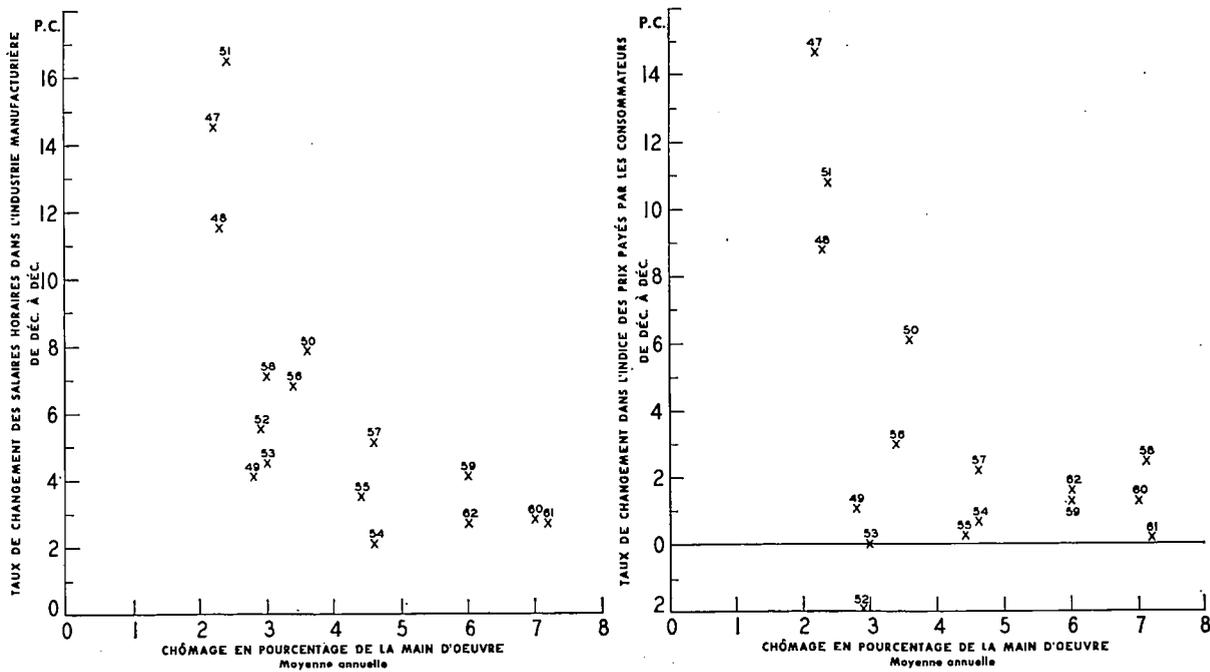
Le dossier que nous avons étudié indique que les chances de conflit entre les objectifs du plein emploi et de la stabilité absolue des prix sont bien plus grandes qu'entre la productivité et les autres objectifs, du moins en courte période. Le conflit n'est pas nécessairement grave, mais les salaires et les prix tendent effectivement à s'accroître à un rythme plus rapide quand la demande est forte et le chômage faible, que lorsque la main-d'œuvre est moins recherchée et que les conditions de la concurrence rendent plus difficile de faire accepter des augmentations de prix aux consommateurs. La direction, la main-d'œuvre et les autres facteurs de production ont toujours tendance à

tenter collectivement de retirer plus de 100 p. 100 de la valeur de leur production. C'est d'ailleurs cette tendance qui, pour une bonne part, fournit l'impulsion nécessaire à l'accroissement de la production et de l'efficacité. Toutefois, les études effectuées par notre personnel n'ont pas révélé que cette tendance était plus prononcée dans les secteurs fortement syndiqués de l'économie et dans les industries où les prix sont influencés par un petit nombre de compagnies. De fait, la distinction qu'on a établie entre l'inflation suscitée par la «pression des coûts» et celle causée par «l'impulsion de la demande» ne nous semble pas tellement utile à faire: si le patronat ou le salariat étaient vraiment libres de faire monter les prix et les coûts sans tenir compte de la demande et des conditions de la concurrence, les augmentations de prix ne seraient pas restées longtemps aussi modérées qu'elles l'ont été au cours des dernières années au Canada.

Le graphique 20-11 qui montre les taux de chômage en regard des augmentations de prix

Graphique 20-11

RAPPORTS ENTRE LE CHÔMAGE ET LES VARIATIONS DANS LES COÛTS DE MAIN D'OEUVRE ET LES PRIX



durant l'après-guerre révèle que—mises à part les années d'inflation qui ont immédiatement suivi la guerre et les augmentations anormales attribuables à la guerre de Corée—le conflit entre les objectifs «prix» et «emploi» n'a pas été prononcé, car c'est au cours seulement de trois autres années que se sont produites des augmentations de prix dépassant 2 p. 100 par an. Ce furent 1956, année de prospérité qui fut témoin d'une demande d'investissements extraordinairement élevée, et les deux années suivantes: les faits semblent indiquer que les augmentations de prix survenues en 1957 et 1958, outre d'avoir été affectées par un renchérissement fortuit des prix des produits alimentaires, étaient un résultat tardif, au niveau des secteurs du commerce de détail et des services, des pressions qui s'étaient exercées auparavant dans d'autres secteurs de l'économie. Parce que les prix aux consommateurs ont tendance à fluctuer en retard par rapport à l'emploi et à d'autres facteurs économiques, l'absence d'un mouvement à la hausse des prix dans les premières étapes d'un boom n'indique pas nécessairement l'absence de pressions inflationnistes; inversement, les augmentations au cours d'une récession peuvent bien n'être rien de plus que le résultat d'événements passés, et par conséquent ne pas fournir d'indice valable quant à la nature de la politique à suivre. Néanmoins, il faudra probablement de l'imagination pour concilier le conflit entre les objectifs «prix» et «emploi» lorsque le chômage baisse au-dessous de 4 à 5 p. 100, tandis que les faits—et les études faites par notre personnel—indiquent que des taux de chômage supérieurs à ce niveau n'influent guère sur les prix. De toute façon, cela dépend beaucoup des politiques du gouvernement, de la modération et de la sagesse du patronat et du salariat, ainsi que des disciplines qu'impose la concurrence internationale. Même s'il est difficile d'obtenir à la fois un haut niveau d'embauche et la stabilité des prix, il n'existe certainement pas entre les deux de rapport rigide et constant, et les prix n'augmentent pas fatalement quand on obtient des niveaux satisfaisants d'embauche. Les avantages économiques et so-

ciaux qui résultent d'un allègement du chômage justifient les autorités d'attacher beaucoup d'importance à cet objectif, et de rechercher des solutions au problème connexe de le concilier avec la stabilité des prix.

Nous avons déjà indiqué que des augmentations de prix constantes et prononcées peuvent provoquer l'accentuation du chômage, l'instabilité, et un ralentissement du rythme d'accroissement de la productivité, car elles peuvent saper la confiance des hommes d'affaires, le désir d'épargner et notre position financière internationale. Bien qu'on prétende parfois que la hausse des prix soit nécessaire pour stimuler les affaires et amener la main-d'œuvre à s'orienter vers des occupations plus productives, nous ne voyons pas pourquoi des prix stables affecteraient les stimulants économiques, étant donné surtout qu'une productivité croissante rend une telle stabilité compatible avec des augmentations moyennes de salaires d'au-delà de 2 p. 100 par an. A tout événement, si l'on en venait à s'attendre à des augmentations marquées des prix—et on ne tarderait pas à les anticiper si elles se produisaient régulièrement d'une année à l'autre—l'inflation n'aurait pas d'effets stimulants: elle ferait détourner les richesses d'emplois productifs, accroître les taux d'intérêt et soulever possiblement des problèmes sérieux de balance des paiements. L'inflation n'est guère susceptible de faire bouler de neige à moins que les autorités monétaires ne le permettent, mais elle est comme une drogue dont il faut accroître sans cesse la dose pour obtenir le même effet: si les autorités laissaient l'économie s'y adonner, tôt ou tard un retour inévitable à la réalité obligerait à subir des replis très douloureux.

En supposant que nous atteignons à peu près nos objectifs intérieurs en matière de prix, d'embauche et de productivité, ceux-ci ne devraient pas poser de conflits durables ou de nature complexe pour réaliser notre objectif sur le plan international, tant que la conjoncture dans le reste du monde ne sera pas fondamentalement défavorable. Cependant, la conjoncture au pays ou à l'étranger créera probablement des conflits

de temps à autre, qui obligeront temporairement à délaissier certains objectifs intérieurs pour rétablir notre position internationale: les événements de 1962 en sont un exemple. Il n'est pas probable que ces conflits persistent si notre économie est sagement administrée et compétitive. Néanmoins ceux qui établissent la politique auront probablement à affronter des problèmes dans la mesure où ils attacheront une importance spéciale à des objectifs internationaux spécifiques: par exemple, s'il est jugé souhaitable, pour des raisons politiques, d'adopter des mesures qui visent à restreindre l'entrée de capitaux étrangers pouvant contribuer à notre croissance et à notre développement, nous devons être prêts à accepter non seulement que le rythme d'accroissement de l'économie ralentisse mais aussi que notre situation financière internationale nous crée d'autres problèmes.

Les buts majeurs que poursuit la nation à l'intérieur du pays peuvent le plus probablement venir en conflit profond et persistant avec son objectif sur le plan international lorsque la demande ou les prix mondiaux de ses produits d'exportation subissent des changements fondamentaux, que des tendances inflationnistes ou déflationnistes persistantes se font sentir dans les principaux pays commerçants, surtout aux États-Unis, ou que des lacunes dans les facilités monétaires internationales restreignent les échanges commerciaux et limitent le champ d'action de la politique financière intérieure. Dans des cas extrêmes de cette sorte, il pourrait devenir nécessaire de modifier le cours du change de notre dollar, mais cela ne nous protégerait probablement que d'une façon incomplète contre les événements défavorables qui se produiraient ailleurs¹¹. Ne pas modifier la valeur de notre dollar dans des conditions aussi essentiellement différentes nous amènerait à sacrifier inutilement nos objectifs intérieurs à seule fin de stabiliser une valeur extérieure irréaliste. Même en modifiant le cours de notre monnaie, il nous serait extrêmement difficile d'éviter les effets de la con-

joncture internationale et de réussir à maintenir un niveau satisfaisant de croissance et d'activité si le reste du monde n'y parvenait pas lui-même. Nous avons donc tout à gagner, à la longue, à préconiser des mesures concertées entre les nations pour éviter autant la stagnation que l'inflation internationale.

A notre avis, les quatre grands objectifs que nous venons de définir ne sont pas essentiellement incompatibles. Mais il faut bien reconnaître, si l'on veut être réaliste, que les responsables de la politique peuvent avoir à faire des choix embarrassants dans l'ambiance quotidienne où se prennent effectivement les décisions. Cela est particulièrement vrai lorsqu'on a à choisir entre une plus grande mesure de stabilité des prix ou une réduction du niveau du chômage, ou que des considérations immédiates sur le plan international viennent en conflit avec des objectifs intérieurs. Dans ces circonstances, deux grandes voies s'offrent aux autorités: définir en termes moins ambitieux ou abandonner provisoirement un ou plusieurs objectifs—par exemple, être disposé à accepter de plus hauts niveaux de chômage ou certaines augmentations des prix pendant quelque temps—ou bien améliorer les moyens d'action dont elles disposent ou en chercher de nouveaux. A très court terme, on peut n'avoir d'autre choix que de prendre le premier parti; en tel cas, on doit établir un ordre de priorité parmi les objectifs en pesant soigneusement les coûts et les avantages à prévoir de l'abandon ou de la modification de chacun d'eux. Ces coûts et avantages ne seront pas les mêmes, selon que l'opinion publique attachera plus ou moins d'importance à tel ou tel but, selon les circonstances du moment, et selon les indications fournies par le passé récent. Si nous venons, par exemple, de traverser une longue période d'inflation, il y aura lieu de tenir compte davantage des prix que si ceux-ci avaient été stables ou en baisse; par ailleurs si le chômage s'est tenu à un niveau trop élevé, il faudra y attacher plus d'importance. Plus longue a été la période pendant laquelle la situation réelle s'est écartée d'un objectif, plus l'échec est important et susceptible de causer un tort

¹¹ Voir le chapitre 23 pour un examen plus complet de ce sujet et de sujets connexes.

irréversible aux structures de l'économie. Ainsi, le chômage prolongé tend à rendre désuète la formation d'un ouvrier et à saper sa confiance—sans compter, il va sans dire, les privations qu'elle lui impose; de la même manière des hausses de prix continues affectent la capacité de maintenir le plein emploi de façon soutenue, tandis qu'un rythme trop lent d'accroissement de la productivité pendant une période prolongée affecte la position concurrentielle du pays sur les marchés mondiaux.

Étant donné qu'un programme de politiques oblige toujours à faire un choix, comporte presque inévitablement des désavantages et doit ordinairement s'appliquer à un milieu en évolution, nous n'avons pas de formule arrêtée à offrir pour guider les autorités. Nous désirons, toutefois, souligner l'importance de calculer aussi soigneusement que possible les inconvénients et les avantages de différentes lignes de conduite possibles, compte tenu des effets à long terme qui résultent de chacune. Nous avons montré, par exemple, qu'un marché financier efficace et fonctionnant librement, même s'il ne constitue pas une fin en soi, peut contribuer de façon importante à accroître l'efficacité et le développement de l'économie. Il serait évidemment peu logique d'affaiblir ce marché de façon permanente à seule fin d'obtenir un avantage éphémère, par exemple, une augmentation des réserves de devises ou une diminution des placements étrangers au Canada. Les substitutions d'objectifs—c'est-à-dire les inconvénients et les avantages de poursuivre un objectif aux dépens d'un autre—ne peuvent jamais se mesurer uniquement en termes économiques car elles doivent aussi mettre en jeu des considérations d'ordre politique et social. Notre personnel a fait, sur les coûts économiques des substitutions d'objectifs, des études fondées sur certaines corrélations dont il a établi l'existence durant la période 1949-1961; cependant, outre la difficulté de mesurer ainsi ces corrélations sous-jacentes, ces coûts de substitution varient sous l'influence tant de la structure de l'économie que de la nature du programme de politiques. Le coût de maintenir une saine position vis-à-vis

l'extérieur dépend dans une large mesure de la confiance qu'inspire notre politique intérieure, ainsi que des tendances à l'étranger dans les prix, l'embauche et la productivité comparativement aux tendances correspondantes au Canada. Par ailleurs, le coût du plein emploi, exprimé en termes de pressions inflationnistes, est lié aux attitudes du patronat et du salariat, au climat général de concurrence, à la promptitude avec laquelle réagissent les gens affectés, au régime fiscal, à l'ensemble des politiques financières et autres qu'on poursuit, ainsi qu'à une foule d'autres facteurs en constante évolution. De même encore, les avantages ou les inconvénients de l'inflation, calculés en fonction de ses effets sur la productivité et la croissance, ne peuvent s'estimer qu'à la lumière d'une longue série de considérations.

En exhortant les autorités à bien mesurer les conséquences immédiates et lointaines de leurs actes, nous désirons souligner qu'elles ne sauraient le faire exclusivement ou même principalement d'une manière quantitative. Certaines des variables qui entrent en jeu ne peuvent, en fait, recevoir d'expression mathématique, et les autres variables elles-mêmes ne sauraient être bien comprises si on ne les envisage que dans leurs stricts rapports mathématiques. Pourtant il vaut la peine de mentionner que si le chômage s'était établi en moyenne à 4½ p. 100 en 1962, au lieu de 5.9 p. 100 comme ce fut le cas, la production nationale aurait été plus élevée d'au moins 600 millions de dollars, en supposant—ce qui est conservateur—que les travailleurs additionnels eussent produit pour la même valeur en moyenne que les autres; des calculs analogues pour 1961 donneraient comme résultat au delà d'un milliard de dollars. Ces calculs approximatifs et mécaniques ne tiennent pas compte de l'augmentation de la productivité des travailleurs déjà à l'œuvre si la capacité de production avait été plus complètement utilisée; ces calculs ne tiennent pas compte non plus de la production supplémentaire qui aurait pu résulter du fait qu'une conjoncture plus favorable eût peut-être attiré un plus grand nombre d'immigrants et

induit une plus forte proportion de la population à se joindre à la main-d'œuvre. Il y a lieu de faire remarquer qu'une diminution du chômage de 1.4 p. 100 entre la fin de 1961 et le début de 1963—période où l'expansion est loin d'avoir été extraordinaire—fut accompagnée d'une augmentation de la production nationale en prix constants d'environ 2 milliards. Des chiffres de cette ampleur démontrent l'importance des avantages que peuvent nous valoir de plus hauts niveaux d'emploi, surtout lorsqu'on peut les obtenir sans compromettre les autres objectifs.

Le second choix qui s'offre aux autorités en face de conflits que peuvent soulever les objectifs est de rendre la politique plus fructueuse en cherchant à se servir plus à temps et plus efficacement des moyens d'action à leur disposition, en dosant et en coordonnant de meilleure façon les diverses politiques et, au besoin, en imaginant de nouvelles sortes de mesures. Nous traiterons de ces questions dans les chapitres qui vont suivre, mais nous désirons exprimer tout de suite l'opinion que cette façon d'aborder les problèmes offre de grandes possibilités pour améliorer le fonctionnement de l'économie et pour diminuer ou faire disparaître les oppositions entre les principaux objectifs. Nous l'avons déjà signalé, on n'a pas toujours exploité à fonds ni judicieusement les instruments politiques en mains, et la coordination des politiques fiscale, monétaire et autres dans la période d'après-guerre n'a pas constamment été poursuivie avec cohérence ou l'a été partiellement. En outre, comme l'ont souligné plusieurs de nos témoins étrangers, certains des conflits apparents qui surgissent entre les objectifs et certains des échecs qu'essuie la politique viennent de ce qu'on tente de résoudre par des mesures monétaires des problèmes pour lesquels ce genre de remède est inefficace. Ainsi, la lourde responsabilité de concilier les objectifs de l'emploi et des prix a été mise sur les épaules de la banque centrale, dont les moyens d'action, bien qu'essentiels pour créer des conditions propices à la demande, sont de portée trop générale pour corriger certaines des déficiences d'où origine en grande partie ce problème. Dans ce genre de

circonstance, les conflits entre les objectifs ou les échecs à réaliser nos objectifs ne peuvent être corrigés que par des mesures qui s'attaquent à la source même des difficultés: par exemple, accroître le savoir-faire et la mobilité de la main-d'œuvre afin qu'elle puisse mieux s'adapter aux changements de conditions, faire disparaître les imperfections et les faiblesses de la concurrence sur les marchés de biens et de services, encourager les entreprises à faire preuve de plus d'agressivité et d'efficacité sur les marchés intérieurs et extérieurs, et, au besoin, veiller à ce que l'intérêt public soit sauvegardé dans les négociations collectives. Néanmoins, ce genre de mesures ne peut pas accomplir beaucoup si l'ensemble des politiques financières, autant fiscales que monétaires, n'est pas convenablement coordonné de façon à créer un climat favorable au soutien d'un niveau approprié de la demande globale dans l'économie.

Le nombre d'instruments de politique qu'on peut être appelé à mettre en œuvre dépend de la nature et de la complexité du problème à résoudre, et de l'influence que peut avoir chaque instrument sur l'économie dans un état donné de la conjoncture. Bien qu'il faille parfois recourir à une grande variété de moyens d'actions, nous sommes d'avis que si l'on s'efforce de les bien coordonner, les chances sont bonnes de concilier la stabilité des prix avec des niveaux relativement bas de chômage. D'une façon analogue, on ne tirera plein parti des richesses de l'économie que si l'on a recours aux politiques fiscales et monétaires en conjonction avec des mesures visant à développer les programmes d'éducation et de formation professionnelle, à encourager l'épargne, l'investissement et le goût du risque, et à assurer l'organisation efficace de la production.

Les objectifs économiques que poursuit la société forment un vaste et complexe assortiment, qui évolue constamment et que l'on ne peut par conséquent décrire avec précision. Ces objectifs nécessitent constamment des compromis afin que les divers secteurs de la collectivité puissent concilier les caractères spécifiques et contradictoires de leurs nombreux intérêts politiques, sociaux et économiques dans un programme qui soit généra-

lement acceptable à toute la nation. Si l'on accorde trop d'importance à un seul objectif, ou à des buts secondaires, le fonctionnement de l'économie en souffrira nécessairement. Nous avons donc fait porter notre attention sur la possibilité d'atteindre les quatre principaux objectifs économiques qui, croyons-nous, reçoivent l'appui géné-

ral de la population. Notre chance et la conjoncture internationale continueront à exercer une influence marquée sur les succès qu'obtiendra le pays dans la poursuite de ses objectifs, mais l'habileté, l'imagination et le dynamisme se révéleront des facteurs importants pour déterminer les résultats que nous obtiendrons.