

# Economic developments in Canada and the United States: 1969-1972

Canada - Economic conditions  
U.S. - Economic conditions

# L'évolution économique au Canada et aux États-Unis de 1969 à 1971

It is now more than two years since the economies of Canada and the United States resumed expansionary courses following a year of little or no growth in 1970. As well as many broad similarities there have been some significant differences in their patterns of recovery. For this reason and because of the importance to Canada of economic developments in the United States, a capsule picture of trends in key economic indicators in the two countries is provided in the charts and accompanying comments on the following pages. While the analysis is confined mainly to the period of recovery it is evident from the charts that significant differences existed between the two countries in the preceding period of slowdown; in general the slowdown was more clearly of a recessionary character in the United States than in Canada. The first half of 1969 is used as the base period for the charts because it seemed to be the most comparable recent period of high level activity in both countries, given the strike distortions and other factors which make the exact timing of the cyclical peaks and troughs difficult to identify. The reader is reminded in particular that in both countries economic activity was distorted in late 1970 and early 1971 by the General Motors' strike. The presentation is limited to developments in nominal demand, output, employment, unemployment, prices and costs. No attempt has been made to compare developments in a number of important related areas, such as the balance of payments. It should be noted, however, that while a deterioration in the current account of the balance of payments has exerted a dampening effect on the expansion of both economies since 1970, this factor has, on balance, been relatively much more important in Canada.

Depuis plus de deux ans déjà, la conjoncture économique a repris une orientation expansionniste au Canada et aux États-Unis, après avoir enregistré une croissance à peu près nulle en 1970. En dépit de nombreuses ressemblances, le profil de la reprise dans les deux pays présente quelques différences notables. Pour cette raison et vu l'importance pour le Canada de l'évolution économique aux États-Unis, il a semblé utile d'établir, sous la forme concise de graphiques accompagnés de commentaires explicatifs, un parallèle entre les tendances des principaux indicateurs économiques dans les deux pays. Si cette analyse porte essentiellement sur la période de reprise, les graphiques montrent clairement que la phase antérieure de ralentissement présentait des caractéristiques différentes dans chaque pays et s'apparentait en somme plus à une récession aux États-Unis qu'au Canada. Le choix des six premiers mois de 1969 comme période de référence dans les graphiques tient à ce que ce semestre a semblé être la période récente de forte activité économique qui se prête le mieux à une comparaison entre les deux pays, compte tenu des distorsions provoquées par les grèves et d'autres facteurs ayant tendance à masquer les points de retournement cycliques. Le lecteur se rappellera notamment les perturbations causées dans les deux pays, fin 1970 et début 1971, par la grève des employés de General Motors. L'analyse se borne à l'évolution de la demande à prix courants, de la production, de l'emploi, du chômage, des prix et des coûts. Un certain nombre de sujets importants, la balance des paiements par exemple, ont été laissés de côté. Notons toutefois que depuis 1970, la dégradation de la balance courante a exercé dans les deux pays un effet modérateur sur la reprise économique, comparativement beaucoup plus marqué au Canada.

## Nominal demand

As may be seen in the charts on the opposite page, nominal demand (GNP at current prices) in both countries has grown rapidly since late 1970. From the second half of 1970 to the second half of 1972 the rate of growth averaged 10 per cent per annum in Canada and 9¼ per cent in the United States. During 1971 demand in Canada grew particularly rapidly, both absolutely and relative to demand in the United States. However the rate slowed somewhat in Canada in 1972, while it accelerated in the United States after the adoption of the various economic measures announced in August 1971.

Comparison of the performance of the main elements of final domestic demand in the two countries shows many similarities. In both countries, the easing of monetary policy early in 1970 facilitated a strong and rapid resurgence of house-building activity. Although the recovery from the 1970 low point in housing outlays has been even more pronounced in the United States than in Canada, the level of house-building activity in both countries in 1972 was well above previous highs. Consumer expenditure has been a strong supporting element in the recovery of demand in both countries, spurred by a strong revival in consumer purchases of automobiles and household durables. Direct expenditure by governments\* has made a relatively larger contribution to the expansion of demand in Canada. This is evident at the provincial/state and local government level and at the federal level. The comparison at the federal level is affected by the decline in U.S. defence spending between 1969 and 1971. On the other hand, business outlays on fixed capital investment, which slowed more in 1970 in the United States than in Canada, have since revived somewhat more strongly there than here. In both countries purchases of machinery and equipment moved ahead quite strongly in 1972 while non-residential construction outlays tended to lag. There was little, if any, liquidation of business inventories during the period of slowdown in either country and inventory accumulation provided little support to final demand during the early stages of the recovery, though there have been some signs of greater strength in stock-building recently in the United States.

\*Direct expenditure by governments does not include transfer payments or government lending programmes, both of which have been important channels of fiscal stimulus to the economy.

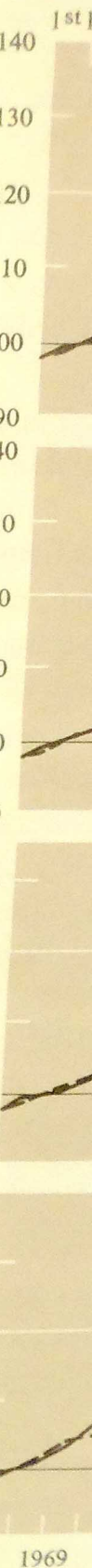
## La demande à prix courants

Comme l'indiquent les graphiques ci-contre, la demande « nominale » (P.N.B. à prix courants) a augmenté rapidement dans les deux pays depuis les derniers mois de 1970. Du second semestre de 1970 au second semestre de 1972, le taux annuel de croissance a atteint en moyenne 10% au Canada, contre 9¼% aux États-Unis. La progression de la demande a été particulièrement forte en 1971 au Canada, tant dans l'absolu que par rapport aux États-Unis. Toutefois, elle s'est quelque peu essouffée dans notre pays en 1972, tandis qu'elle s'accélérait aux États-Unis sous l'effet des diverses mesures économiques annoncées en août 1971.

L'évolution des principales composantes de la demande intérieure finale dans les deux pays présente de nombreux points de ressemblance. Ainsi, l'assouplissement de la politique monétaire au début de 1970 a favorisé une vive reprise dans la construction de logements; si, depuis le creux atteint en 1970, la progression des dépenses consacrées à la construction d'habitations a été encore plus marquée aux États-Unis qu'au Canada, l'activité dans ce secteur en 1972 s'est située, des deux côtés de la frontière, à un niveau nettement supérieur aux sommets précédents. Les dépenses de consommation ont fortement contribué à la reprise de la demande dans les deux pays, stimulée par une vive remontée des achats d'automobiles, de meubles et d'appareils électro-ménagers. Les dépenses directes des administrations publiques\* ont davantage contribué à l'essor de la demande au Canada qu'aux États-Unis, aussi bien au niveau des autorités fédérales qu'à celui des provinces – des États chez nos voisins – et des administrations locales. Au niveau fédéral, le parallèle est rendu plus difficile par la réduction progressive, de 1969 à 1971, du budget de la défense aux États-Unis. Par contre, les immobilisations du secteur privé, qui avaient accusé en 1970 un ralentissement plus marqué aux États-Unis qu'au Canada, ont repris avec un peu plus de vigueur chez nos voisins. Dans les deux pays, les achats de machines et d'équipement ont enregistré un net progrès en 1972 tandis que les investissements en constructions non résidentielles semblaient marquer le pas. Au Canada comme aux États-Unis, les stocks des entreprises ont peu ou point diminué au cours de la période de ralentissement, de sorte que la demande finale n'a guère bénéficié d'une accumulation des stocks au début de la reprise, quoiqu'un certain renforcement des stocks semble s'être produit récemment aux États-Unis.

\*Ne comprennent pas les paiements de transferts ni les programmes publics de prêts, qui ont constitué d'importants stimulants fiscaux de l'économie.

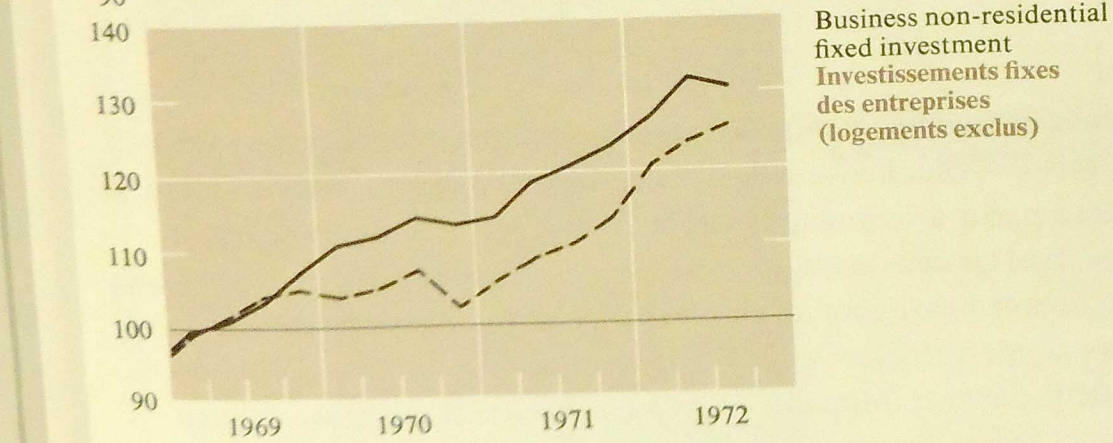
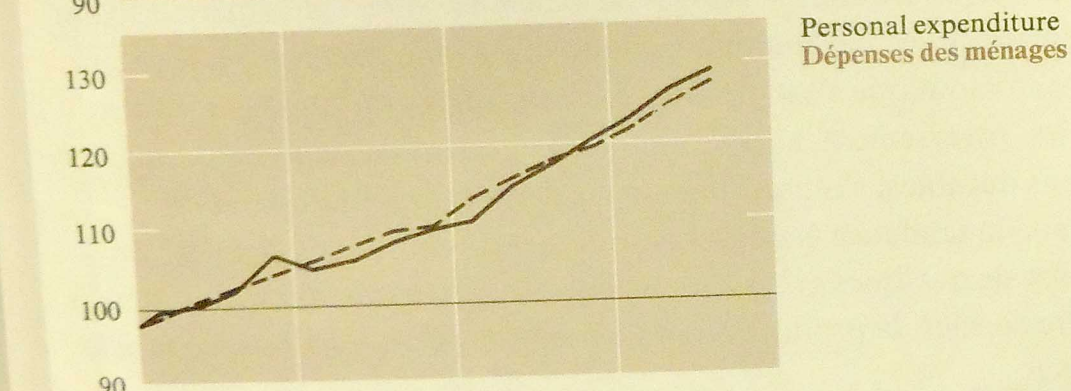
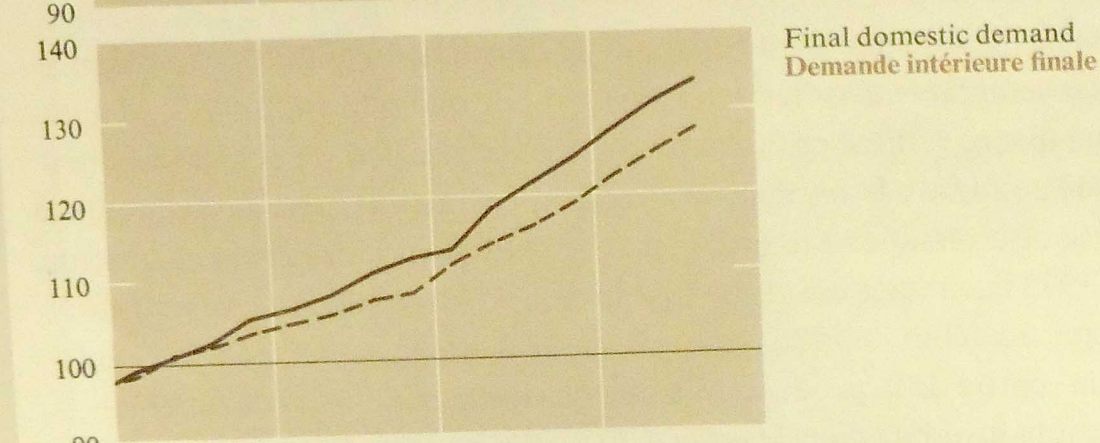
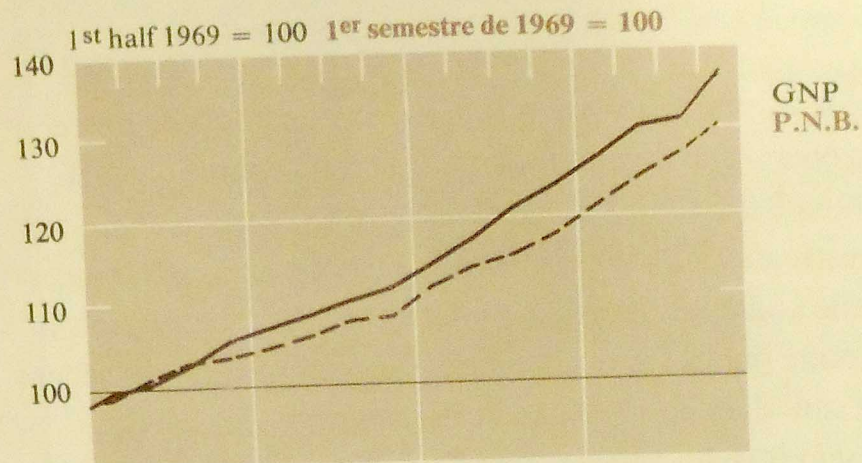
Nomin  
Deman  
Seasonal



Canada —  
United States - -

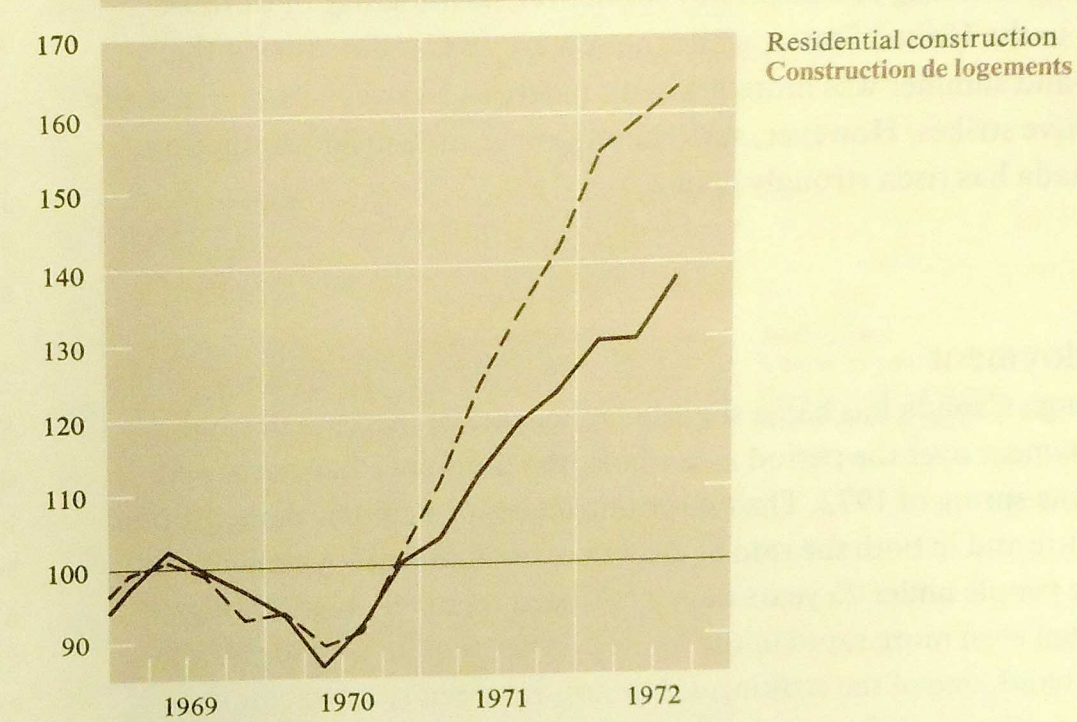
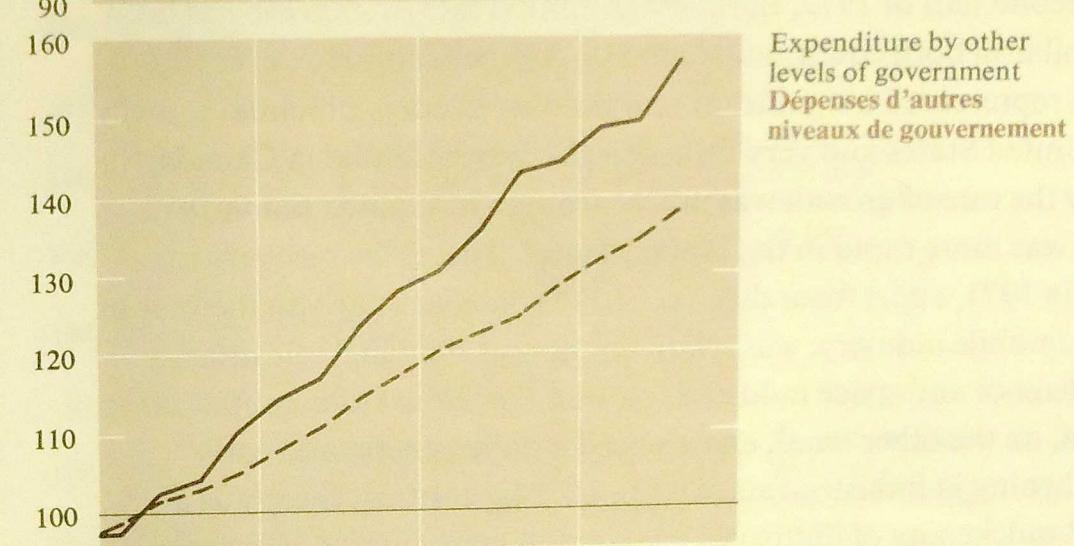
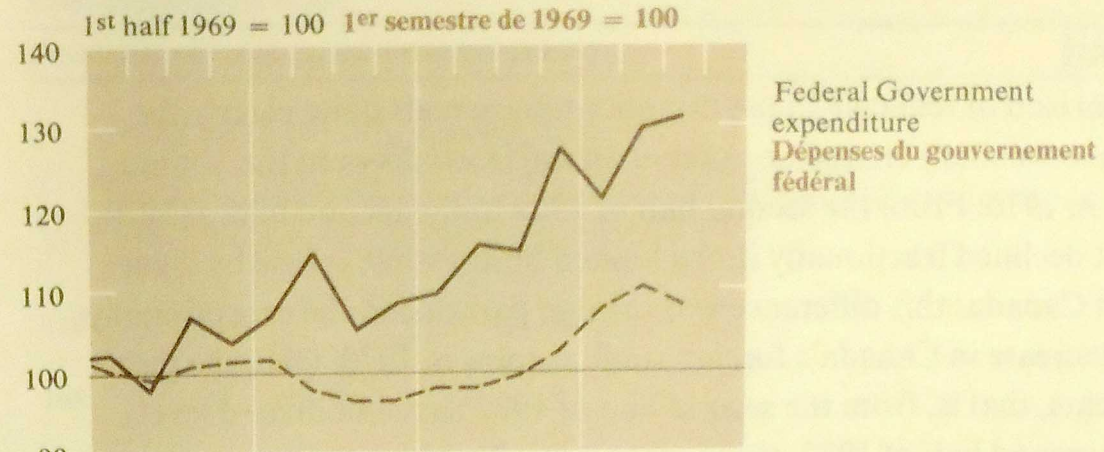
Note: GNP for the f

Seasonally adjusted Données désaisonnalisées



Canada ———  
United States - - - -

Note: GNP for the fourth quarter of 1972 is estimated



Canada ———  
États-Unis - - - -

Nota: Les chiffres du P.N.B. pour le quatrième trimestre de 1972 sont des estimations

## Output

Comparison of real GNP in the two countries reveals quite clearly the more recessionary character of the economic slowdown in the United States in 1970. From the second half of 1969 to the second half of 1970, output declined fractionally in the United States while it rose by 2 per cent in Canada; this difference was in large part due to the exceptionally large increase in Canada's foreign trade surplus in 1970. Over the past two years, that is, from the second half of 1970 to the estimated level of the second half of 1972, the average annual rate of increase has been very similar in both countries, some 5½-5¾ per cent. However this rate has represented a significant margin over average potential growth in the United States and very little margin over potential in Canada. Initially the rate of growth was much stronger in Canada but in 1972 growth was more rapid in the United States. There, the recovery in output in 1971, apart from the post-strike comeback early in the year in the automobile industry, was relatively slow as ongoing adjustments in the defence and space industries slowed the revival of manufacturing. Canada, on the other hand, experienced a quite general and early strengthening in industrial activity. In 1972 by contrast there was a distinct quickening of industrial production, particularly of durable goods, in the United States, while the pattern in Canada during the spring and summer was more hesitant, partly as a result of some severely disruptive strikes. However, since late summer industrial production in Canada has risen strongly again.

## Employment

Although Canada has had a slightly higher rate of increase in total employment over the period as a whole, the difference has narrowed since the spring of 1972. The two countries share a similar demographic structure and in both the rate of growth in civilian employment among young people under 25 years of age has been relatively high, though it has been even more rapid in the United States than in Canada. On the other hand, one of the striking differences between the two countries has been the much faster growth of employment among women 25 years of age and over in Canada; this is related to differences in labour force participation discussed in the next section.

## La production

Il ressort clairement de la comparaison du P.N.B. à prix constants de notre pays avec celui de nos voisins que le ralentissement de l'économie en 1970 s'est plutôt apparenté, aux États-Unis, à une récession. Du second semestre de 1969 au second semestre de 1970, la production a légèrement baissé aux États-Unis, tandis qu'elle augmentait de 2% au Canada; cette évolution est attribuable pour une bonne part à l'accroissement exceptionnel de l'excédent du commerce extérieur canadien en 1970. Au cours des deux dernières années, soit du second semestre de 1970 au second semestre de 1972 - pour lequel on ne dispose que d'estimations - le taux moyen annuel de croissance a été assez semblable dans les deux pays, soit de quelque 5½ à 5¾%. Toutefois, alors que ce rythme de croissance a dépassé sensiblement le taux potentiel moyen aux États-Unis, il ne lui a été que légèrement supérieur au Canada. Le rythme de croissance a tout d'abord été nettement plus rapide au Canada, mais en 1972 l'avantage est allé à nos voisins. Abstraction faite du redressement qui, au début de 1971, a suivi la fin de la grève dans l'industrie automobile, la reprise de la production a été relativement lente aux États-Unis, les réductions en cours dans le budget de la défense et de l'aérospatiale ayant freiné la reprise du secteur manufacturier. Au Canada, par contre, le regain de l'activité économique s'est produit tôt et a touché pratiquement toutes les industries. Inversement, en 1972, la production industrielle, en particulier celle de biens durables, s'est sensiblement accélérée aux États-Unis, alors qu'au Canada la tendance était moins soutenue au printemps et à l'été, en partie à cause de quelques grèves fortement perturbatrices. Toutefois, depuis la fin de l'été dernier, la production industrielle a retrouvé un rythme rapide de croissance.

## Emploi

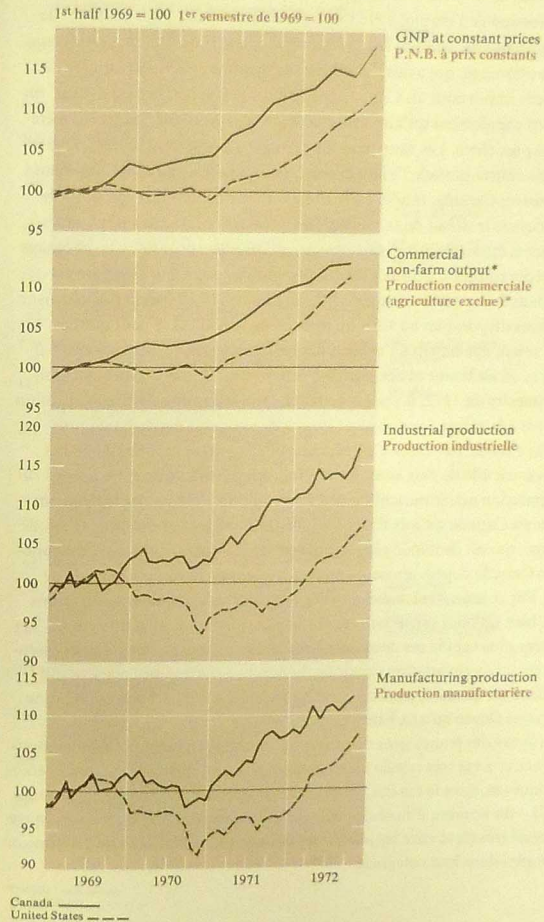
Si l'emploi a enregistré un taux de croissance un peu plus élevé au Canada qu'aux États-Unis sur l'ensemble de la période considérée, l'écart s'est toutefois rétréci à partir du printemps 1972. La structure démographique est semblable dans les deux pays, où le nombre de jeunes de moins de vingt-cinq ans (militaires exclus) ayant un emploi s'est accru à un rythme relativement élevé, plus rapide aux États-Unis que chez nous. Par ailleurs, la différence entre les deux pays est frappante en ce qui concerne la progression, bien plus prononcée au Canada, du nombre de femmes âgées de 25 ans ou plus ayant un emploi; ce phénomène est lié à des écarts entre les taux d'activité, objet de la section suivante.

## Output and employment

### Production et emploi

Real output  
Production réelle

Seasonally adjusted Données désaisonnalisées



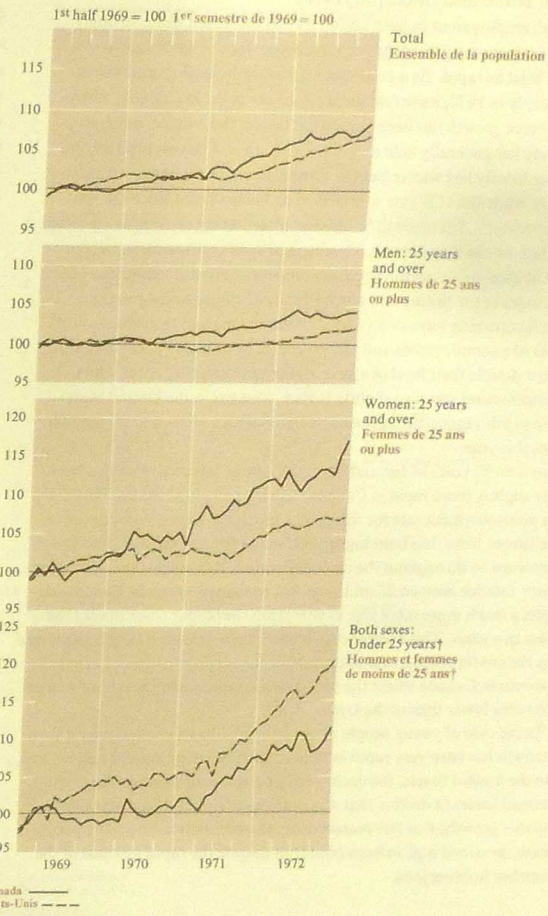
\*United States: "Private non-farm output"

†Canada: 14-24 years  
United States: 16-24 years

Note: GNP for the fourth quarter of 1972 is estimated

Civilian employment  
Emploi (population civile)

Seasonally adjusted Données désaisonnalisées



\*États-Unis: Production du secteur privé (agriculture exclue)

†Canada: 14 à 24 ans  
États-Unis: 16 à 24 ans

Note: Les chiffres du P.N.B. pour le quatrième trimestre de 1972 sont des estimations

## Labour force and unemployment

Although employment in both countries has increased quite strongly during the recovery period, growth in civilian labour force has tended to be at least as rapid. As a consequence unemployment rates, which rose sharply in 1970, have remained relatively high; in Canada, where labour force growth has been somewhat faster, the over-all unemployment rate has generally held above the U.S. rate. The two rates moved together briefly last winter but the Canadian rate rose again during the summer while the U.S. rate dropped to its lowest point since the start of the recovery. There are difficulties in interpreting or comparing available data on the labour market because of such considerations as the effect of changes in unemployment compensation arrangements and of changes in the timing and scope of special employment programmes. Such factors may have contributed to the anomaly in the recent movements of unemployment and job vacancies in Canada. Vacancies were almost double their level of a year earlier in the third quarter while unemployment was also slightly higher, whereas in the United States a rise in job vacancies has been associated with a reduction in unemployment this year.

For men 25 years of age and over, the labour force increase has been only slightly more rapid in Canada than in the United States. However the unemployment rate for this group, much the largest component of the labour force, has been higher in Canada for several years and has remained so throughout the recovery period. By contrast the unemployment rate for women 25 and over has remained lower in Canada, despite a much more rapid rate of entry into the labour force during the past two years. This difference in labour force growth is largely explained by the continued increase in the labour force participation of married women in Canada where the proportion of women in the labour market remains lower than in the United States.

In the case of young people under 25 years of age, civilian labour force growth has been very rapid in both countries. Demographic factors and, in the United States, the decline in the number of men serving in the armed forces (a decline that was quite large in 1971) have contributed to this growth. For this reason unemployment rates for young people have remained high in both countries despite the rapid increase in the number holding jobs.

## Population active et chômage

Si la progression de l'emploi a été très forte dans les deux pays au cours de la période de reprise, celle de la population active civile a été au moins aussi rapide. Le chômage, qui avait fortement augmenté en 1970, est donc resté relativement important; au Canada, où la population active s'est accrue un peu plus rapidement qu'aux États-Unis, le taux de chômage global a été en général plus élevé. Les taux dans les deux pays évoluèrent de conserve durant une courte période l'hiver dernier, mais à l'été le chômage augmenta de nouveau au Canada, tandis qu'il atteignait aux États-Unis son point le plus bas depuis le début de la reprise. Des facteurs particuliers tels que les changements apportés aux dispositions régissant les prestations de chômage ou aux programmes spéciaux d'emploi - modifiés dans leur calendrier comme dans leur portée - rendent difficile l'interprétation et la comparaison des données disponibles au sujet du marché du travail. Il se peut que ces facteurs soient également à l'origine des tendances anormales accusées par les chiffres du chômage et des postes à pourvoir au Canada. Ainsi, au troisième trimestre de 1972, il y avait deux fois plus d'emplois disponibles qu'un an plus tôt à la même époque mais le taux de chômage était un peu plus élevé. Par contre, aux États-Unis, un accroissement du nombre de postes à pourvoir est allé de pair avec une diminution du chômage, cette année.

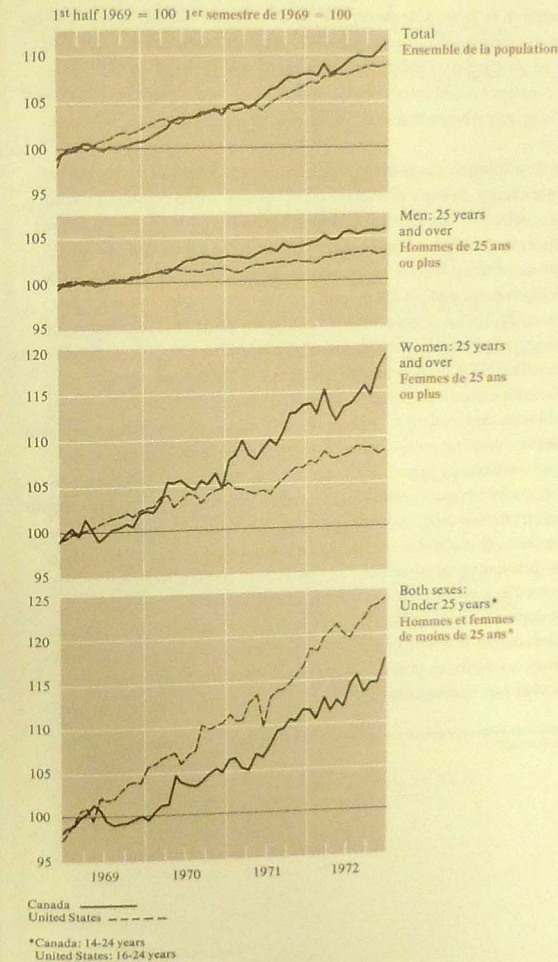
La population active masculine de 25 ans ou plus s'est accrue légèrement plus vite au Canada qu'aux États-Unis. Toutefois, le taux de chômage pour ce groupe, qui est de loin le plus important de la population active, est supérieur au Canada depuis plusieurs années, y compris la récente période de reprise. Par contre, il est demeuré inférieur chez les Canadiennes de 25 ans et plus, bien qu'elles soient entrées sur le marché du travail à un rythme nettement plus rapide ces deux dernières années. Cette évolution tient essentiellement à l'augmentation continue du nombre des femmes mariées qui travaillent, au Canada, pays où la proportion de la main-d'œuvre féminine reste moins élevée qu'aux États-Unis.

Dans le cas des jeunes gens de moins de 25 ans, l'augmentation de la population active a été très rapide dans les deux pays, en raison de facteurs démographiques et, dans le cas des États-Unis, de la diminution - très importante en 1971 - du nombre d'hommes sous les drapeaux. Aussi le taux de chômage est-il resté très élevé chez les jeunes des deux pays, malgré la forte progression de l'emploi dans leur catégorie.

## Labour force and unemployment Population active et chômage

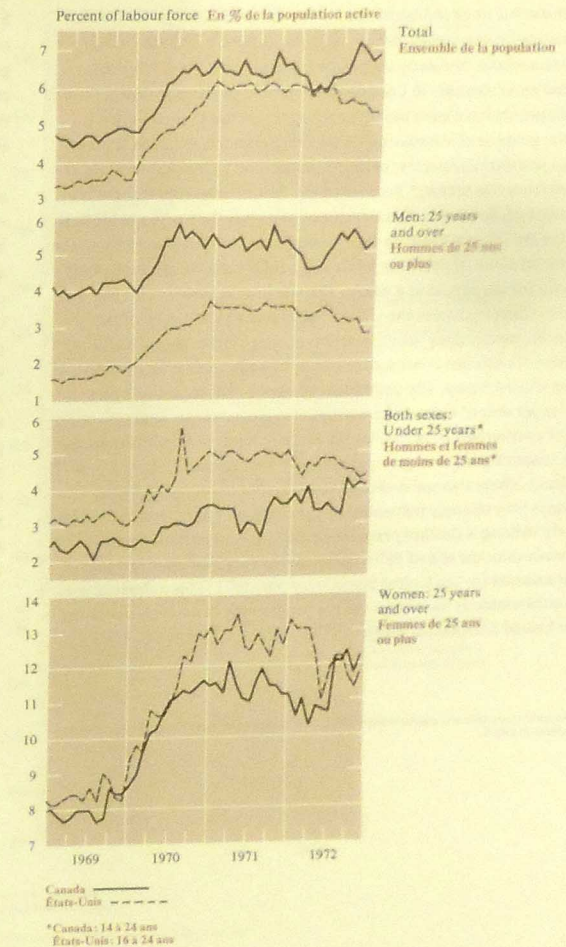
Civilian labour force  
Population active civile

Seasonally adjusted Données désaisonnalisées



Unemployment rates  
Taux de chômage

Seasonally adjusted Données désaisonnalisées



### Incomes and costs

Labour income in all industries and in the commercial non-farm sector has increased more rapidly in Canada than in the United States over the period as a whole. Similarly corporate profits before taxes have rebounded more strongly in Canada since the end of the slowdown, though recently profits have been rising more rapidly in the United States.

For the purpose of comparing unit costs, the charts focus on the commercial non-farm economy, because virtually all corporate earnings are derived from this sector.\* Because of the decline in unit profits during the period of slowdown, this element of costs has shown no net increase over the period as a whole in the United States; in Canada, owing to the sharper rebound of profits in 1971, unit profits have shown a small net increase for the period as a whole. The rise in unit labour costs was less rapid in Canada than in the United States during the period of slowdown. However, since the resumption of economic expansion, this element of costs has continued to rise in Canada while it has levelled off in the United States. The combined measure of labour income plus profits per unit of output (see bottom of right-hand chart panel) is a major counterpart of price changes in the commercial non-farm sector and hence of price changes originating in the domestic economy generally. Since labour income is about five to six times as large as profits this series is very strongly influenced by the trend of unit labour costs. Particularly striking is the fairly rapid increase in this important measure in Canada since the end of 1970 relative to the very moderate increase of this measure for the United States since mid-1971. This difference may be attributable at least in part to the programme of controls operating in the United States since August 1971.

\*Output in the commercial non-farm sector which is the measure used to derive unit costs is shown in the chart on page 7.

### Les revenus et les coûts

Sur l'ensemble de la période de reprise, les revenus du travail dans toutes les industries et dans le secteur commercial non agricole ont marqué une progression plus rapide au Canada qu'aux États-Unis. Il en est allé de même pour les bénéfices avant impôts des sociétés depuis la fin du ralentissement économique, encore que leur croissance soit, depuis peu, plus rapide aux États-Unis.

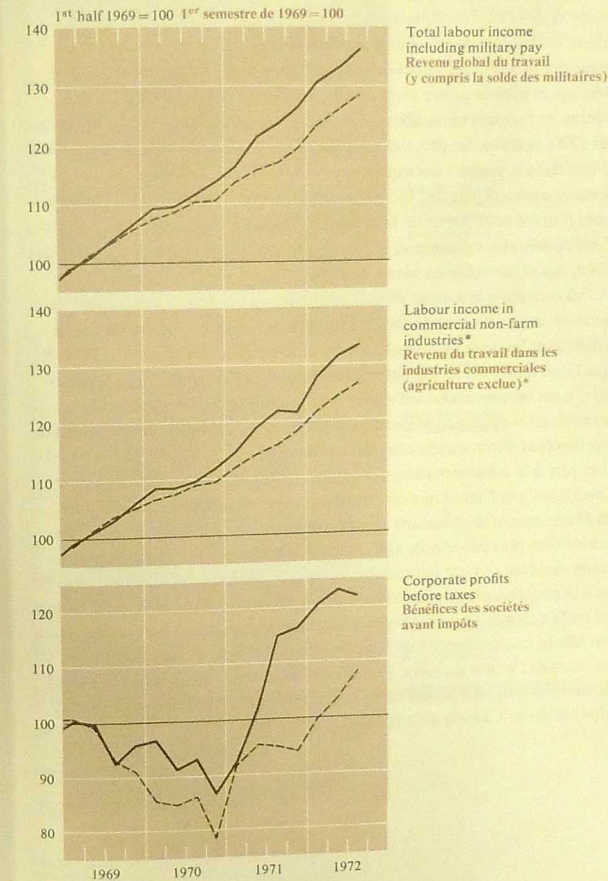
L'analyse graphique des coûts unitaires se limite au secteur commercial, agriculture exclue, puisque c'est de là que provient la quasi-totalité des revenus des sociétés\*. Les bénéfices par unité produite ayant diminué durant le ralentissement, cette composante des coûts n'a, en fin de compte, pas augmenté aux États-Unis sur l'ensemble de la période, tandis qu'elle s'accroissait légèrement au Canada en raison d'une reprise plus marquée des bénéfices en 1971. Par ailleurs, les coûts unitaires de main-d'œuvre ont progressé moins vite dans notre pays durant la période de ralentissement. Depuis le début de la reprise, par contre, cet élément des coûts a accusé chez nous une croissance continue alors qu'il plafonnait aux États-Unis. Rappelons que l'évolution de l'ensemble coûts de main-d'œuvre plus bénéfices par unité produite (voir courbes en bas à droite du graphique) explique en grande partie les variations de prix enregistrées dans le secteur commercial (agriculture exclue) et, partant, dans l'économie en général. Comme le revenu du travail est d'environ cinq à six fois supérieur aux bénéfices, l'évolution des coûts unitaires de main-d'œuvre influe très fortement sur celle de ces deux éléments pris dans leur ensemble. On notera tout particulièrement le contraste entre l'augmentation assez rapide de cet important indicateur au Canada depuis la fin de 1970 et l'accroissement très modeste observé aux États-Unis depuis le milieu de l'année 1971. Cette dissemblance s'explique sans doute, au moins en partie, par le train de mesures économiques mis en vigueur chez nos voisins en août 1971.

\*La production du secteur commercial non agricole, qui sert de base au calcul des coûts unitaires, figure au graphique de la page 7.

### Incomes and costs Revenus et coûts

Labour income and profits  
Revenu du travail et bénéfices

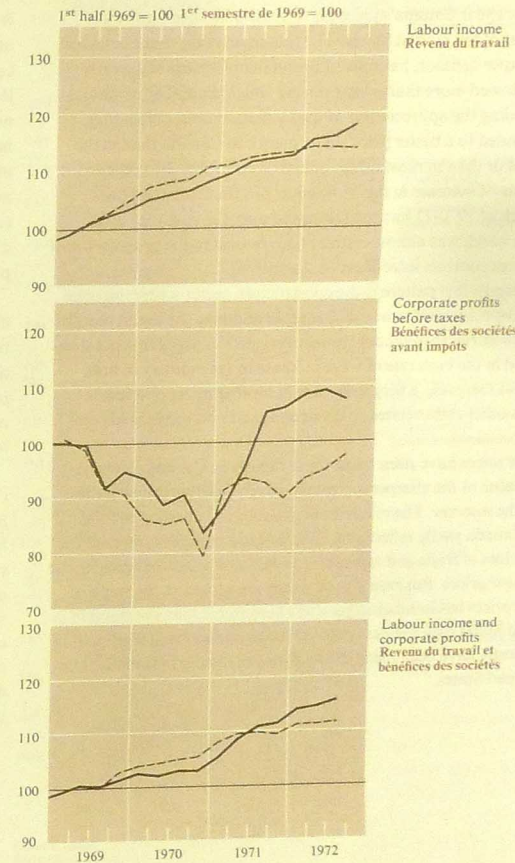
Seasonally adjusted Données désaisonnalisées



Canada ———  
United States - - - - -  
\*United States: "Private non-farm sector"

Income per unit of output, non-farm commercial industries\*  
Revenu par unité produite, industries commerciales (agriculture exclue)\*

Seasonally adjusted Données désaisonnalisées



Canada ———  
États-Unis - - - - -  
\*États-Unis : Secteur privé (agriculture exclue)

## Prices

During the past year Canada's price performance has been more adverse than that of the United States. The rate of increase in the broadest measure, the GNP deflator, has moved up again in Canada since early 1971; this followed more than a year during which a number of special factors, including the appreciation of the Canadian dollar after May 1970, contributed to a better price performance in Canada than in the United States or than in most other industrial countries. By contrast, the higher rate of increase in the GNP deflator in the United States through much of 1970-71 has been followed over the past year by a deceleration which was almost certainly due in part to the programme of price and wage controls introduced in August 1971.

An exception to this pattern is the construction sector where the price deflators have continued to advance sharply and more or less in parallel in the two countries throughout the recovery period. In 1972 some slowing occurred in the high rate of wage increase in the industry in both countries but there was a very sharp rise in lumber prices and further increases in other costs related to residential and non-residential construction.

Consumer prices have risen much more rapidly in Canada recently, largely because of the sharper increase in food prices here during the course of the summer. The much more pronounced upswing in food prices in Canada partly reflects the effect of unfavourable crop conditions on prices of fruits and vegetables as well as a somewhat greater rise in retail meat prices. But even if food prices are excluded, the trend of consumer prices in Canada has been less favourable than the trend in the United States over the past year. At the manufacturing level, selling prices recently have been rising distinctly more rapidly in Canada than in the United States.

## Les prix

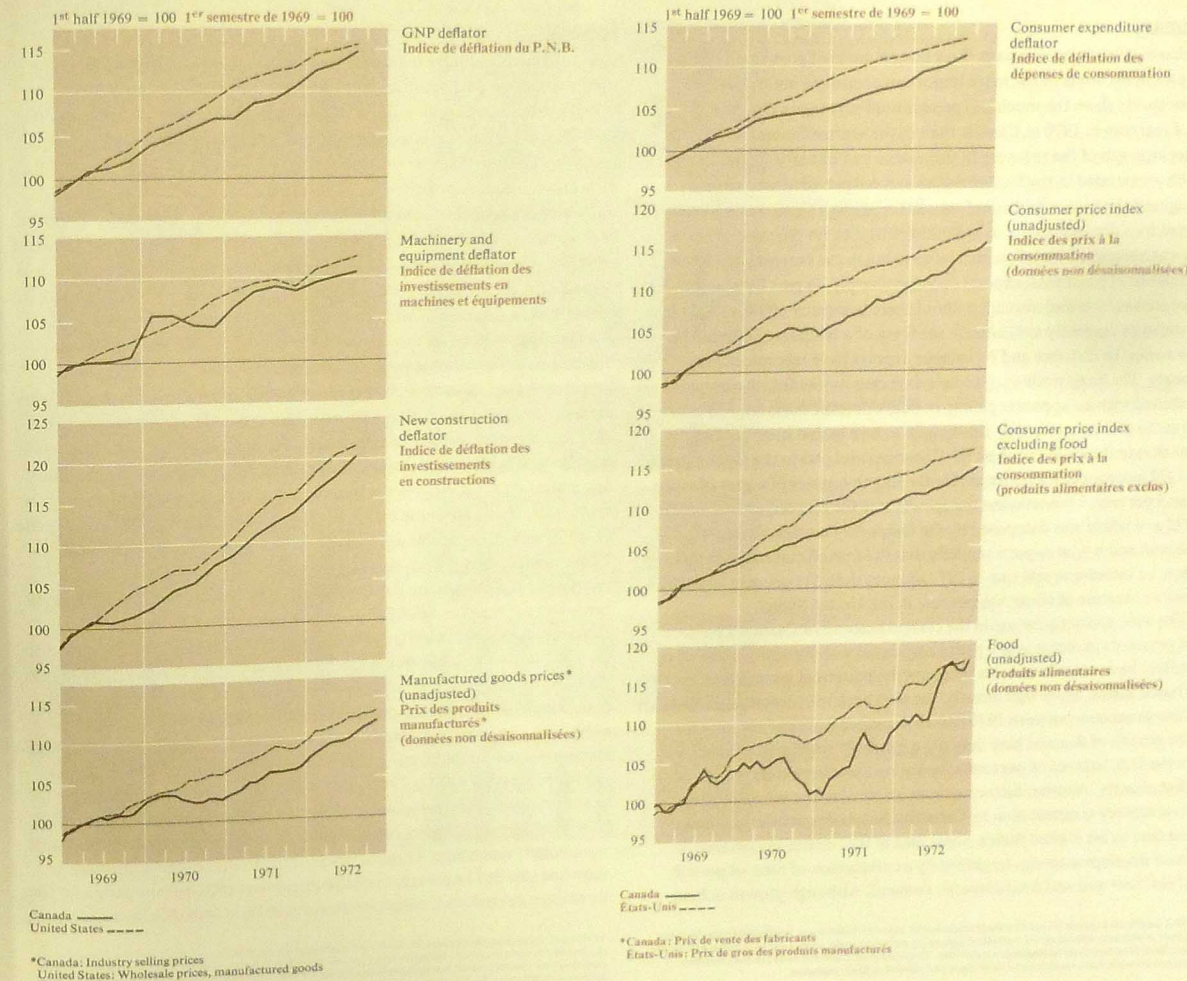
Au cours de 1972, l'évolution des prix a été au Canada plus défavorable qu'aux États-Unis; ainsi, depuis le début de 1971, la croissance de l'indicateur des prix qu'est l'indice de déflation du P.N.B. s'est de nouveau accélérée, après plus de douze mois durant lesquels, à la faveur d'un certain nombre de facteurs particuliers, dont la hausse du dollar canadien après mai 1970, la tenue des prix avait été meilleure au Canada qu'aux États-Unis ou que dans la plupart des autres pays industrialisés. Inversement, l'augmentation plus rapide de l'indice de déflation du P.N.B. aux États-Unis au cours d'une bonne partie de la période 1970-1971 a été suivie l'an passé d'une décélération presque certainement due au programme de contrôle des prix et des salaires mis en œuvre en août 1971.

A fait exception le secteur de la construction, où la hausse des indices de déflation des prix s'est poursuivie à un rythme rapide et plus ou moins parallèle dans les deux pays, tout au long de la période de reprise. En 1972, le taux élevé d'augmentation des salaires a quelque peu ralenti dans les deux pays, mais les prix du bois d'œuvre sont montés en flèche, tandis que se poursuivait la progression des autres éléments du coût de la construction de logements et d'immeubles non résidentiels.

Les prix à la consommation ont augmenté beaucoup plus rapidement au Canada qu'aux États-Unis ces derniers temps, surtout par suite d'un net renchérissement des produits alimentaires au cours de l'été dernier. Cette hausse bien plus prononcée au Canada est attribuable en partie à de mauvaises récoltes, qui ont fait monter les prix des fruits et des légumes, ainsi qu'à la progression un peu plus rapide du prix de détail de la viande. Même si l'on fait abstraction des produits alimentaires, les prix à la consommation ont affiché une tendance moins favorable au Canada qu'aux États-Unis au cours de l'année dernière. Par ailleurs, au niveau des fabricants, les prix de vente se sont récemment mis à augmenter à un rythme indéniablement plus rapide au Canada qu'aux États-Unis.

## Prices Prix

Seasonally adjusted unless otherwise indicated Données désaisonnalisées, sauf indication contraire



## Summary

The charts on the opposite page show annual rates of growth on a half-yearly basis for some of the more important economic indicators.

These charts show the much less pronounced slowing in the growth rate of real GNP in Canada than in the United States and the greater strength of the recovery in this country in its early stages. In 1972 growth accelerated in the United States and output advanced strongly throughout the year, whereas in Canada the growth trend was adversely affected by a dip (according to preliminary figures) in the third quarter. This was associated mainly with a large swing in the current account of the balance of payments: exports declined sharply, in part because of major strikes here and abroad, without there being any offset, at least in the statistics currently available, in the form of a temporary buildup of inventories. In October and November exports have rebounded very strongly. The large trade surplus now expected for the fourth quarter, combined with an apparent pickup in final domestic demand, will contribute to an extraordinarily strong gain in GNP in that quarter. The growth rate shown in the chart for Canadian real GNP in the second half of 1972 incorporates an estimate for the fourth quarter of a gain of more than 3 per cent.\* Nonetheless the growth rate for the second half and for 1972 as a whole was dampened by the temporary setback during the summer and it now appears unlikely that the first official estimate will show an increase in real GNP in 1972 of more than 5½ per cent compared with an increase of about 6½ per cent in the United States.

The wide quarterly swings in the current account of Canada's balance of payments in recent years, partly associated with distortions caused by strikes, have contributed to a more uneven pattern of growth than in the United States. More significantly, the shift back into deficit on Canada's current account between 1970 and 1972 exerted a greater restraint on the growth of demand here than did a relatively smaller deterioration in the U.S. balance of payments during the same period on growth in that country. Another factor has been an even more cautious attitude to inventory accumulation by Canadian businessmen than has been the case in the United States. Some idea of the relative importance of these developments can be gained by a comparison of rates of growth of real GNP and real final domestic demand. Although growth in final

\*This unofficial estimate is based on trade statistics for only two months and incomplete data for other sectors of demand. Moreover the published figures for earlier quarters are subject to revision at the time the official fourth quarter estimates are published. Thus all the 1972 growth rates for the Canadian national account series used in this article must be regarded as fairly tentative.

## Résumé

Les graphiques ci-contre indiquent la croissance d'un semestre à l'autre, en taux annuels, de quelques-uns des principaux indicateurs économiques.

Ils permettent de constater que le ralentissement du P.N.B. à prix constants, en 1970, a été beaucoup moins marqué au Canada qu'aux États-Unis et que la reprise a été plus vigoureuse, au début, dans notre pays. En 1972, le rythme de la croissance économique s'est accéléré chez nos voisins et la production a vivement progressé durant toute l'année, tandis qu'au Canada l'expansion se ressentait (d'après les chiffres provisoires) d'un recul du P.N.B. au troisième trimestre. Cette régression est allée en grande partie de pair avec une sensible dégradation de notre balance courante, les exportations ayant affiché une baisse brutale, partiellement imputable à d'importantes grèves au Canada et à l'étranger, qui ne fut pas compensée, du moins d'après les statistiques disponibles pour le moment, par un renforcement temporaire des stocks.

En octobre et en novembre, les exportations ont très nettement repris. L'ample excédent commercial escompté maintenant pour le dernier trimestre de 1972, conjugué au regain apparemment enregistré par la demande intérieure finale, contribuera sans doute à une augmentation exceptionnellement forte des chiffres du P.N.B. pour ces trois mois. Ainsi, pour obtenir le taux de croissance indiqué au graphique du P.N.B. canadien réel durant le second semestre de 1972, on a estimé à plus de 3% la progression pour le dernier trimestre\*. Néanmoins, le taux pour le second semestre de 1972 et pour l'année dans son ensemble a été modéré par le recul passager observé pendant l'été, et les premières estimations officielles de la croissance du P.N.B. réel en 1972 ne dépasseront probablement pas 5½%, contre environ 6½% aux États-Unis.

Les importantes variations trimestrielles du solde de notre balance courante ces dernières années, attribuables en partie aux grèves, expliquent le profil irrégulier de la croissance au Canada par rapport à celle des États-Unis. Fait plus important encore, la progression de la demande a davantage été entravée, au Canada, par le retour à un solde déficitaire de la balance commerciale entre 1970 et 1972 qu'elle ne l'a été, aux États-Unis, par la dégradation relativement moindre de la balance des paiements. Il faut aussi noter que les entrepreneurs canadiens ont été encore plus prudents que leurs homologues américains à l'égard des accumulations de stocks. On peut se faire une idée de l'importance relative de ces tendances en comparant les taux de croissance en dollars constants du P.N.B. et de la demande intérieure finale.

\*Cette estimation non officielle est fondée sur les statistiques du commerce pour deux mois seulement, et sur des données incomplètes pour les autres composantes de la demande. De plus, les chiffres publiés pour les trois premiers trimestres sont susceptibles d'être révisés lors de la publication des estimations officielles pour les trois derniers mois. Par conséquent, les taux de croissance pour 1972 des agrégats de la comptabilité nationale mentionnés dans cet article doivent être considérés comme provisoires.

## Selected economic indicators : Annual rates of growth Quelques indicateurs économiques : croissance à taux annuels

Percentage change from previous half-year, seasonally adjusted Variations en % par rapport au semestre précédent, données désaisonnalisées





domestic demand also slowed somewhat in Canada in 1972 from the earlier high rate of advance, it was better sustained relative to the comparable U.S. rate of growth than was real GNP.

Labour force growth in both countries remained relatively high in 1972 at around 3 per cent. In the United States employment averaged some 3¼ per cent higher, fractionally more than in Canada where the growth of employment eased more noticeably than in the United States during the course of the year. In the event, the rate of unemployment recorded in Canada averaged close to 6½ per cent in 1972, virtually unchanged from the previous year and was about 6¾ per cent at year-end; in the United States the average rate edged down towards 5½ per cent in 1972 from just under 6 per cent in 1971 and was about 5¼ per cent by year-end.

It is also readily evident from the charts that the over-all price level, as measured by the GNP deflator, rose more rapidly in Canada than in the United States. There was a marked slowing in the United States in the GNP deflator from 4¾ per cent in 1971 to about 3 per cent in 1972, whereas this measure in Canada accelerated from less than 3½ per cent in 1971 to almost 5 per cent in 1972. As was noted earlier the trend of unit labour costs was less favourable in Canada than in the United States in 1972 and there was an even sharper increase in food prices in this country. The rate of increase in the Consumer Price Index excluding food has continued to be fairly steady in Canada, though no longer as favourable as the recent rate achieved in the United States. Over the past twelve months (to November 1972) the increase in this index was about 3¾ per cent in Canada and 2¾ per cent in the United States.

While the extraordinary increase in real GNP that apparently occurred in Canada in the fourth quarter contains some element of rebound from the strike-affected third quarter, the underlying growth trend in both countries is strong. In the United States the economy is clearly moving ahead with considerable momentum and private forecasts of real GNP growth for 1973 generally fall within a fairly narrow range close to the increase of some 6½ per cent realized in 1972. This prospect is one of the important favourable portents for the near-term outlook in Canada.

Bien que le rythme de croissance de cette dernière se soit également quelque peu ralenti au Canada en 1972, après avoir été particulièrement rapide, il soutient mieux la comparaison avec un indicateur similaire aux États-Unis que ne le fait le P.N.B.

Dans les deux pays, l'accroissement de la main-d'œuvre a continué d'être relativement considérable en 1972, soit de quelque 3%. Aux États-Unis, le taux de croissance de l'emploi a été en moyenne de 3¼%, soit légèrement plus fort qu'au Canada, où il s'est ralenti davantage, au fil des mois, que chez nos voisins du Sud. Le taux de chômage s'est établi en moyenne dans notre pays à près de 6½% en 1972, donc sans grand changement par rapport à l'année précédente, et à environ 6¾% en fin d'année; aux États-Unis, ce taux moyen est passé d'un peu moins de 6% en 1971 à 5½% en 1972, s'inscrivant à environ 5¼% à la fin de décembre.

Il ressort également des graphiques que le niveau global des prix, reflété par l'indice de déflation du P.N.B., s'est accru plus rapidement au Canada qu'aux États-Unis. On remarquera que la progression de cet indice a ralenti chez nos voisins, passant de 4¾% en 1971 à environ 3% en 1972, tandis qu'elle grimpeait dans notre pays de moins de 3½% en 1971 à presque 5% en 1972. Ainsi que nous l'avons déjà fait remarquer, les coûts unitaires de main-d'œuvre ont été moins bien orientés au Canada en 1972 qu'aux États-Unis. La hausse des produits alimentaires a été encore plus considérable chez nous que chez nos voisins. Toutefois, le taux d'augmentation de l'indice des prix à la consommation, produits alimentaires exclus, s'est maintenu chez nous à un niveau assez constant, encore que moins favorable que le taux observé ces derniers temps aux États-Unis. Sur les douze mois se terminant en novembre 1972, l'augmentation a été d'environ 3¾% au Canada, contre 2¾% aux États-Unis.

En conclusion, même si la croissance exceptionnelle de notre P.N.B. réel qui semble caractériser les trois derniers mois de 1972 est due en partie à un rattrapage sur le trimestre précédent, marqué par des grèves, la tendance fondamentale est bien orientée dans les deux pays. L'économie américaine s'est nettement engagée dans une phase ascendante et les prévisions non officielles du taux de croissance du P.N.B. à prix constants pour 1973 se situent généralement dans une fourchette assez étroite, près du taux de 6½% atteint en 1972. Il s'agit là d'un signe important qui augure bien des perspectives à court terme de l'économie canadienne.

## Developments in Canada's foreign trade<sup>11</sup>

*Canada - Commerce*

Edith M. Whyte and Douglas E. Smece

During the past decade Canada's foreign trade has expanded substantially, increasing at a faster pace than either total Canadian production or world trade. From 1961 to 1972 the volume of both Canadian exports and Canadian imports rose at an average annual rate of about 9½ per cent while real GNP in Canada rose at an average rate of about 5½ per cent and world trade by a little more than 8 per cent. This article discusses some of the highlights of developments in Canada's foreign trade during the past decade and makes use of new data on the volume and prices of exports and imports introduced in Tables 70 and 71 of this Review.\*

Major changes in the structure of Canada's commodity trade have occurred in response to changing supply and demand conditions. The growth of both exports and imports since 1961 has gone hand in hand with greater industrial specialization and with increased rationalization of markets within North America. The reduction of tariffs under the Kennedy Round has encouraged increased specialization and an expansion of trade generally since 1968. At the same time relative movements of prices here and abroad and the effects of exchange rate changes have influenced both the growth and pattern of trade. By far the most dramatic increase in both exports and imports in recent years has been in automotive trade with the United States. Under the terms of the Canada-U.S. automotive agreement signed in 1965, two-way trade in new passenger cars and trucks and their component parts has been encouraged. The value of such exports rose from only \$100 million in 1964 to about \$4½ billion in 1972 while the value of imports increased from about \$700 million to about \$4½ billion; in 1972 this trade ac-

\*A brief description of the series presented in these tables is given in the technical appendix to this article.

Miss Whyte and Mr. Smece are members of the International Department of the Bank of Canada.

## L'évolution du commerce extérieur du Canada

Edith M. Whyte et Douglas E. Smece

Au cours de la dernière décennie, le commerce extérieur du Canada a enregistré une expansion sensible, croissant plus rapidement que la production nationale et que le commerce mondial. De 1961 à 1972, nos exportations et nos importations ont progressé, en volume, à un taux annuel moyen d'environ 9½%, contre à peu près 5½% pour le P.N.B. à prix constants et un peu plus de 8% pour le commerce mondial. Le lecteur trouvera dans le présent article une analyse de quelques faits saillants dans l'évolution des échanges du Canada avec l'étranger au cours des dix dernières années; cette analyse se fonde sur des séries chronologiques nouvelles concernant le volume et le prix des exportations et des importations. Ces chroniques sont présentées pour la première fois dans ce numéro de la Revue, aux Tableaux 70 et 71\*.

L'évolution de l'offre et de la demande a entraîné d'importantes modifications structurelles dans les échanges de marchandises avec l'étranger. La hausse des exportations et des importations depuis 1961 est allée de pair avec la spécialisation croissante de l'industrie et avec la rationalisation plus poussée des marchés en Amérique du Nord. D'une façon générale, les réductions tarifaires consécutives aux négociations Kennedy ont stimulé la spécialisation et l'essor du commerce depuis 1968. Parallèlement, les variations relatives de prix au Canada et à l'étranger ainsi que les modifications des taux de change ont influé tant sur la croissance que sur le profil des échanges. C'est le commerce automobile avec les États-Unis — exportations et importations — qui a enregistré ces dernières années les progrès de loin les plus spectaculaires. Le pacte automobile signé en 1965 a en effet favorisé le commerce de véhicules automobiles neufs et de pièces détachées entre les deux pays. Les exportations dans ce domaine, qui n'étaient que de 100 millions de dollars en 1964, ont atteint environ 4½ milliards en 1972, les impor-

\*On trouvera dans une note technique annexée au présent article une brève description des séries figurant à ces tableaux.

M<sup>me</sup> Whyte et M. Smece sont attachés au Département des relations internationales de la Banque du Canada.

counted for almost one quarter of Canada's foreign trade. Over the same eight-year period trade in automotive products with overseas countries also expanded but the increase in imports of \$500 million was much larger than the rise in exports of about \$100 million. The scale of the growth in two-way automotive trade with the United States has been so large that it has dominated the pattern of growth of total exports and imports. In order to focus on the other factors affecting Canada's trade, the discussion of exports and imports and the charts and tables in this article exclude Canadian-U.S. trade under the automotive agreement and concentrate on developments in trade in other goods. The substantial swing in the Canadian-U.S. trade balance on automotive products has, of course, had a major impact on Canada's over-all trade balance. This is brought out in the final section of the article.

## Exports

Over the past decade the volume of Canadian exports (excluding automotive products sold to the United States) has increased more rapidly than total Canadian production. However, the growth of such exports has not matched that of world trade, especially since 1967; neither shipments to the United States nor to overseas countries increased as rapidly as total imports into these regions. This largely reflects the nature of Canada's industrial structure which is centred to an important extent on resource-based industries. Much of the growth in world trade during the past decade has been concentrated in manufactured goods, an area where trade has grown at a rate almost double that of primary commodities. While Canadian exports of manufactured goods other than automotive products have risen more rapidly than world trade in such goods, these exports still represent a relatively small share of Canada's total exports. Thus the dominating influence on the performance of Canada's exports has been the relatively weaker growth of demand for primary commodities.

As can be seen in Chart 1, the underlying growth in the volume of non-automotive shipments to the United States has been appreciably stronger than that of shipments to overseas countries, and until 1970 prices of exports to overseas countries rose more on average than those to the United States.

The pattern of growth in exports to the United States over the past decade has been influenced by economic conditions in that country with Canada's exports rising more rapidly during periods of strong U.S.

tations passant entre-temps de près de 700 millions à quelque 4½ milliards. Ce secteur a donc constitué près d'un quart des échanges internationaux du Canada en 1972. Au cours de ces huit années, le commerce automobile avec les pays d'outre-mer a lui aussi progressé, mais beaucoup plus du côté des importations que des exportations (500 millions de dollars contre 100 millions). La croissance du commerce automobile avec les États-Unis a été d'une telle ampleur qu'elle a éclipsé tous les autres facteurs de progression des exportations et des importations. Afin de pouvoir mettre ces autres facteurs en lumière, nous avons jugé bon de faire abstraction dans les graphiques et dans notre analyse des échanges effectués dans le cadre de l'accord automobile entre le Canada et les États-Unis et d'étudier plutôt l'évolution du commerce des autres marchandises. Il va sans dire que le renversement marqué de la balance commerciale canado-américaine des produits de l'industrie automobile a eu une forte incidence sur la balance commerciale globale du Canada. Ce point sera traité dans la dernière partie de cet article.

## Les exportations

Au cours de la dernière décennie, les exportations, en volume, du Canada (à l'exclusion des produits de l'industrie automobile vendus aux États-Unis) se sont accrues plus rapidement que la production nationale. Néanmoins, leur croissance a été inférieure à celle du commerce mondial, particulièrement depuis 1967; ni les expéditions vers les États-Unis ni celles vers les pays d'outre-mer n'ont progressé aussi vite que l'ensemble des importations dans ces régions. L'explication réside en grande partie dans la structure même de l'industrie canadienne, tournée essentiellement vers l'exploitation des richesses naturelles. Or, le progrès du commerce mondial pendant ces dix dernières années a surtout tenu aux articles manufacturés, dont les échanges se sont développés à un rythme presque double de celui des produits de base. S'il est vrai que les exportations canadiennes de produits manufacturés autres que les automobiles et les pièces détachées se sont accrues plus rapidement que le commerce mondial, elles n'en constituent pas moins une part relativement minime de l'ensemble de nos exportations. Aussi le facteur essentiel dans l'évolution de ces dernières a-t-il été le fléchissement relatif de la demande de produits de base.

Comme on peut le voir au Graphique 1, la croissance soutenue, en volume, des exportations vers les États-Unis (produits automobiles exclus) a été sensiblement plus forte que celle des ventes aux pays d'outre-mer; par ailleurs, jusqu'à 1970, les prix des produits exportés vers ces pays ont en moyenne grimpé plus rapidement que ceux des exportations vers les États-Unis.

Chart 1 Comparison of Canadian and world trade: Volume and prices

Graphique 1 Évolution comparée du commerce canadien et du commerce mondial, en volume et en prix



\*Excludes Canadian-U.S. trade in automotive products

Note: For 1972 data for the first half of the year have been plotted.

\*Non compris les automobiles et pièces exportées aux É.-U.

Nota: Les données pour 1972 sont celles du premier semestre.

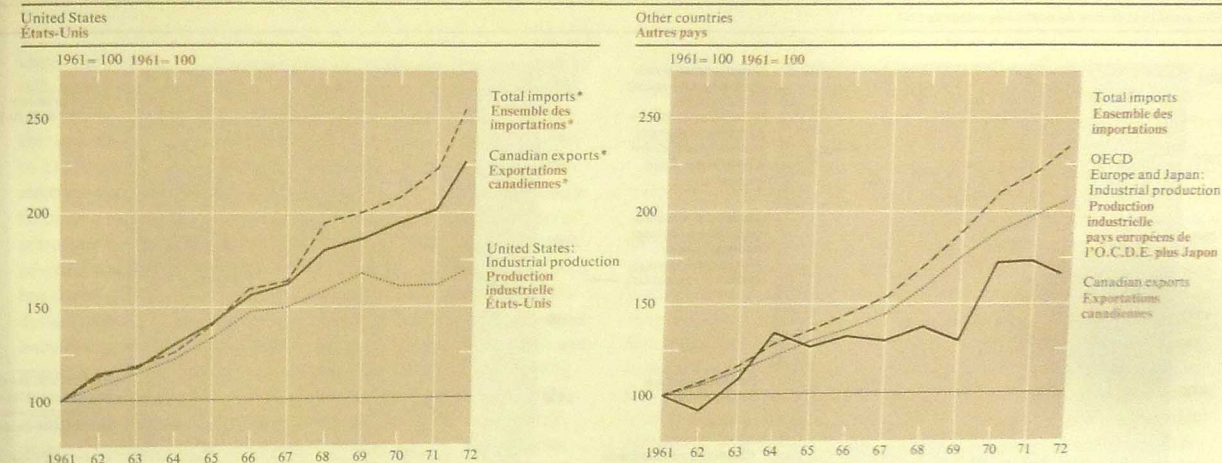
cyclical expansion. The pattern has been distorted from time to time by strikes in key industries in the United States and Canada. Nevertheless the underlying growth rate of Canadian exports, and in fact of total U.S. imports, has been greater than that of U.S. domestic demand (see Chart II). Canadian exports have been boosted by rising shipments of petroleum and natural gas which have increased from less than \$200 million in 1961 to about \$1 billion in 1972 (expressed in 1961 dollars). These exports have been encouraged by very strong demand for energy in the United States. Canadian shipments of other products to the United States have also advanced more rapidly than industrial production in that country, especially since 1968. Until 1967 Canadian exports to the United States had kept pace with the advance of U.S. imports from all countries (excluding automotive trade with Canada) but since that time they have lagged behind the growth of U.S. imports. This appears to have been due mainly to the fact that much of the growth of U.S. imports has been concentrated in highly manufactured goods, both producer and consumer, an area in which Canada has not traditionally been a major competitor in international markets. Exports of fully manufactured goods still represent only about 26 per cent of non-automotive exports from Canada to the United States, even though they have grown more rapidly over the past decade than have exports of resource-based commodities. The greatest gains have been in shipments of non-farm machinery and electrical apparatus. Some of the growth in manufactured exports has been encouraged by defence-sharing arrangements with the United States. Apart from petroleum and natural gas, the growth in the volume of exports of resource-based commodities — mainly metals, minerals and forest products — has followed much more closely the trend of U.S. industrial production.

The pattern of growth of Canadian exports to overseas countries has been more irregular. As with the United States it has reflected cyclical developments in the various countries as well as fluctuations due to labour disputes in Canada and abroad. Variations in the demand for grains, depending on crop conditions in the major producing countries, have also been an important factor. As can be seen in Chart II total Canadian exports to these markets grew rapidly in 1963 and 1964, thanks to large sales of wheat and flour to the Soviet Union and China but, with little further growth in wheat exports in the following two years and then a decline until the end of the decade, total exports levelled off. The decline in exports to overseas countries in 1969 and much of the sharp recovery in 1970 were related to the distorting effects of strikes. In the

Le rythme de croissance de ces dernières a au cours de la décennie subi l'influence de l'évolution économique aux États-Unis, les exportations s'accéléralant dans les périodes de forte expansion cyclique. Ce rythme a été affecté occasionnellement par les grèves survenues dans des industries clés aux États-Unis ou au Canada. En tout état de cause, le taux de croissance soutenu des exportations canadiennes et, de fait, des importations américaines a été supérieur à celui de la demande intérieure aux États-Unis (voir Graphique II). Les exportations ont bénéficié d'une forte croissance des ventes de pétrole et de gaz naturel, qui sont passées, en dollars constants, de moins de 200 millions en 1961 à environ 1 milliard en 1972. Cette catégorie d'exportation a été stimulée par la vive demande d'énergie aux États-Unis. Les expéditions d'autres produits canadiens à destination des États-Unis ont aussi progressé plus rapidement que la production industrielle américaine, tout particulièrement depuis 1968. Jusqu'à 1967, compte non tenu du commerce automobile entre les deux pays, les exportations du Canada vers les États-Unis avaient progressé sensiblement au même rythme que l'ensemble des importations américaines, mais elles ont perdu du terrain depuis. La principale raison semble être que la croissance des importations des États-Unis s'est concentrée sur des biens hautement finis, tant de production que de consommation, domaine dans lequel la vocation exportatrice du Canada est traditionnellement peu affirmée. Les exportations d'articles entièrement manufacturés ne représentent toujours qu'environ 26% des exportations du Canada vers les États-Unis — produits de l'industrie automobile exclus — même si elles se sont accrues plus rapidement pendant ces dix dernières années que les expéditions de produits dérivés de matières premières. Le progrès le plus marquant a été le fait des expéditions de machines non agricoles et d'appareils électriques. Les exportations de produits manufacturés ont quelque peu bénéficié des accords de coopération en matière de défense conclus avec les États-Unis. Sauf en ce qui concerne le pétrole et le gaz naturel, on peut dire que la croissance en volume des exportations de matières premières et de leurs dérivés — principalement métaux, minéraux et produits de la forêt — a été beaucoup plus conforme à l'évolution générale de la production industrielle aux États-Unis.

Le rythme de croissance des exportations canadiennes vers les pays d'outre-mer a été moins régulier. Comme dans le cas des expéditions vers les États-Unis, il s'est ressenti de l'évolution cyclique dans les pays importateurs ainsi que des perturbations causées par les conflits du travail au Canada comme à l'étranger. Les fluctuations de la demande de céréales, fonction des récoltes dans les grands pays producteurs, ont également joué un rôle important. Comme le montre le Graphique II, l'ensemble des exportations vers ces mar-

Chart II Comparison of Canadian exports and measures of demand: Volume  
Graphique II Évolution comparée des exportations canadiennes et de la demande à l'étranger, en volume



\*Excludes Canadian-U.S. trade in automotive products

Note: For 1972 data for the first half of the year have been plotted.

\*Commerce automobile avec les États-Unis exclu

Nota: Les données pour 1972 sont celles du premier semestre.

first three quarters of 1972 strikes combined with weak cyclical demand abroad adversely affected exports but there was a marked recovery in the fourth quarter.

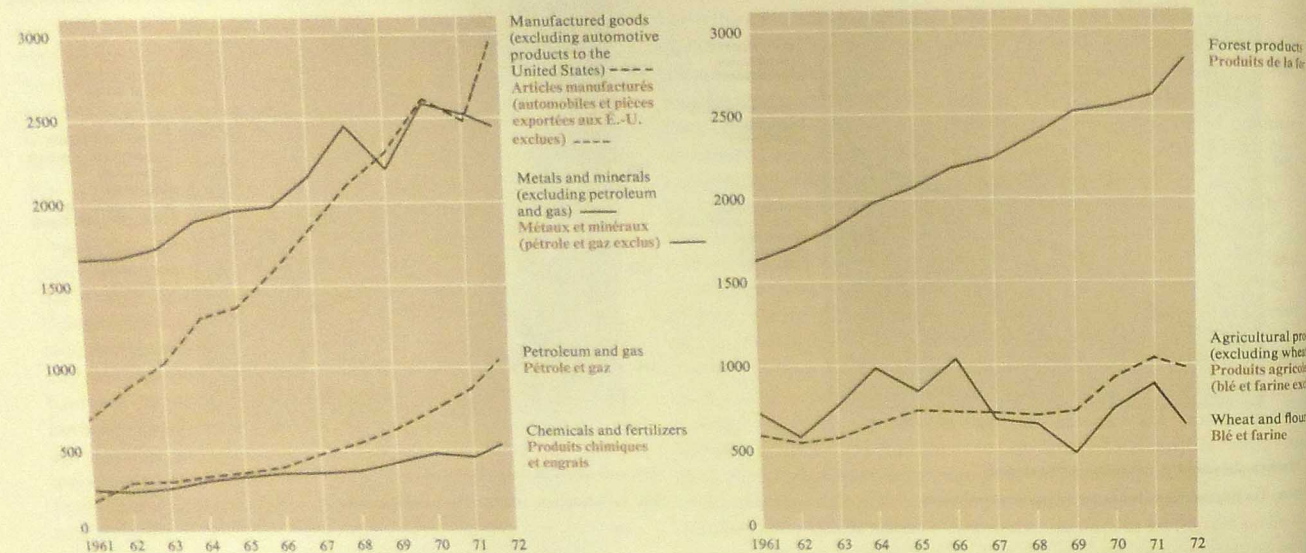
Growth in the volume of Canadian exports to Japan, although very rapid, has not matched the growth in either Japan's industrial production or its total imports. On the other hand, the increase in Canadian exports to other overseas countries, the bulk of which are to western Europe, has been closer to the growth of industrial production in these countries, despite the fact that the formation of the European Economic Community and the European Free Trade Association encouraged a more rapid growth in intra-area trade than in trade with outside countries. Trade with developing countries has grown appreciably, encouraged by Canada's development aid programme and by a broadening of export credit arrangements.

As can be seen in Chart III the commodity mix of Canada's exports to all markets has altered significantly over the past decade. The most

chés a progressé rapidement en 1963 et en 1964, grâce à de grosses ventes de blé et de farine à l'URSS et à la Chine, pour plafonner ensuite, les expéditions de blé ayant ralenti durant les deux années suivantes, puis décliné jusqu'à la fin des années soixante. La baisse des exportations vers les pays d'outre-mer en 1969 apparaît comme le contrecoup des grèves, de même que, pour une bonne part, la vive reprise de 1970. Au cours des neuf premiers mois de 1972, des conflits de travail, conjugués à une faiblesse cyclique de la demande à l'étranger, ont eu une influence défavorable sur les exportations, qui se sont toutefois nettement redressées au dernier trimestre.

En dépit de leur taux élevé de croissance, les exportations canadiennes vers le Japon, en volume, n'ont pas progressé aussi vite que la production industrielle ni que l'ensemble des importations nipponnes. Par contre, le rythme de progression de nos exportations vers les autres pays d'outre-mer, en majorité d'Europe occidentale, a été plus semblable à celui de leur production industrielle, bien que l'instauration de la Communauté Économique Européenne et de l'Association Européenne de Libre Échange ait favorisé davantage la

Millions of 1961 dollars En millions de dollars de 1961



Note: For 1972 data for the first half of the year have been plotted

Nota: Les données pour 1972 sont celles du premier semestre.

Major commodity groups: Percentage share of exports (Excludes automotive trade with the United States)

Grandes catégories de produits, en % des exportations (Non compris les automobiles et pièces exportées aux États-Unis)

	Volume En volume					
	United States États-Unis		Other countries Autres pays		Total Total	
	1961	1971	1961	1971	1961	1971
Wheat and flour			26	19	13	8
Other agricultural products	10	5	11	16	10	10
Forest products	41	30	14	16	28	24
Crude petroleum and natural gas	6	14			3	8
Other metals and minerals	26	20	33	27	29	23
Chemicals and fertilizers	4	5	5	4	5	4
Manufactured goods	13	26	11	18	12	23
Total	100	100	100	100	100	100

important change, both relatively and absolutely, has been in exports of fully manufactured goods (i.e., not including processed resource goods such as fabricated metals and newsprint). The share of such exports in the total volume of shipments increased from nearly 12 per cent in 1961 to 23 per cent in 1971. Although exports of non-farm machinery and electrical apparatus experienced the fastest growth, most types of manufactured goods expanded appreciably. As mentioned earlier, exports of petroleum and natural gas have also risen very rapidly, while shipments of wheat and flour have continued to be extremely volatile, ranging from less than \$½ billion to more than \$1 billion per year (expressed in 1961 dollars). Since 1970 rapidly rising shipments of barley and oil seeds have boosted exports of other agricultural products. Shipments of metals and minerals other than petroleum and natural gas reached a peak in 1970, following the interruptions caused by strikes in key industries in 1969, and have since declined; for the decade as a whole the slowest growth occurred in copper, nickel, aluminum, primary iron and steel, all commodities that had experienced rapid growth of exports during the 1950s. Exports of forest products also contributed less to the growth in total exports during the past decade, largely because of a slackening in the growth of shipments of newsprint.

The relative price performance of Canadian exports on world markets has been affected by price and cost developments in both domestic and foreign markets and by exchange rate changes. Important for Canada were the devaluation of the Canadian dollar in 1961-62 and the appreciation following the move to a floating rate in mid-1970 and the realignment of major world currencies in 1971. In the case of most Canadian primary exports, prices are determined in world commodity markets in foreign currencies and prices measured in Canadian dollar terms move with changes in the exchange rate. On average prices of Canadian exports rose more slowly than prices in the United States until 1966 but have since lost most of that advantage. The rise in prices of Canadian commodities shipped to overseas markets during the first half of the 1960s was much the same as the increase in prices of these countries' imports from other suppliers; in the second half of the 1960s, however, Canadian export prices on average rose more rapidly, largely because of a sharp upturn in the prices of many base metals, an important component of Canadian exports. Since 1970 Canadian export prices in overseas markets (measured in Canadian dollars) have risen less rapidly on average than prices of competing supplies.

croissance du commerce entre pays membres que celle des échanges avec l'extérieur. Le commerce avec les pays en voie de développement s'est sensiblement accru, à la faveur du programme canadien d'aide au développement et d'une extension des facilités de crédit à l'exportation.

Ainsi que l'indique le Graphique III, la composition de l'ensemble des exportations canadiennes s'est fortement modifiée au cours des dix dernières années. La principale variation, en pourcentage comme en chiffres absolus, a été le fait des articles manufacturés proprement dits (à l'exclusion des produits semi-finis tels que les métaux de première transformation ou le papier journal), dont la part dans le volume total des expéditions est passée d'environ 12% en 1961 à 23% en 1971. Bien que la croissance la plus rapide ait été enregistrée sur les machines non agricoles et sur les appareils électriques, la plupart des articles manufacturés ont accusé une nette augmentation. Comme on l'a dit précédemment, les exportations de pétrole et de gaz naturel se sont également inscrites en forte hausse, les expéditions de blé et de farine continuant, pour leur part, à être extrêmement variables et passant, en dollars de 1961, de moins de 500 millions à plus d'un milliard, selon l'année. Les exportations d'autres produits agricoles ont bénéficié depuis 1970 d'un fort accroissement des expéditions d'orge et de graines oléagineuses. Les ventes de métaux et de minéraux, pétrole et gaz naturel exclus, ont atteint en 1970 un sommet attribuable au rattrapage consécutif aux importantes grèves de 1969, mais ont baissé par la suite; sur l'ensemble de la période considérée, les métaux dont les exportations ont augmenté le plus lentement ont été le cuivre, le nickel, l'aluminium, le fer et l'acier bruts, produits dont les expéditions s'étaient inscrites en net progrès durant les années cinquante. Les exportations de produits de la forêt se sont également ralenties ces dix dernières années par rapport à l'ensemble des exportations, surtout par suite d'un fléchissement relatif des expéditions de papier journal.

La tenue relative des prix canadiens sur les marchés d'exportation a été fonction de l'évolution des prix et des coûts au Canada et à l'étranger tout comme des modifications des taux de change. A cet égard, les faits marquants pour notre pays ont été la dévaluation du dollar canadien en 1961-1962 et sa hausse à la suite de l'adoption d'un taux flottant au milieu de l'année 1970, sans oublier le grand réalignement monétaire de 1971. Il convient cependant de souligner que, pour la plupart de nos exportations de produits de base, les prix sont établis sur les marchés mondiaux, en devises étrangères; exprimés en dollars canadiens, ils varient en fonction du cours de cette monnaie. Dans l'ensemble, les prix des exportations canadiennes ont crû moins vite que les prix aux États-Unis jusqu'en 1966, mais cet écart favorable s'est beaucoup

## Imports

Growth in the volume of total Canadian imports (excluding U.S. automotive products) during most of the past decade was about as rapid as would be suggested by the pattern of growth of domestic demand; however very recently imports have expanded more rapidly. Imports from overseas countries have risen appreciably more rapidly than shipments from the United States since the mid-1960s. To some extent this strength in the volume of imports from overseas countries resulted from a better price performance of major overseas exporters than of U.S. exporters during the middle years of the 1960s. Another important factor has been the expansion of industry in many overseas countries, enabling them to produce for world markets.

The left-hand panel of Chart IV compares the growth in the volume of imports with a derived estimate of the demand for imports in the Canadian economy; this estimate uses 1961 input-output data to measure the volume of imports that would be expected from the pattern of growth in the various components of domestic demand. It shows that until very recently growth in the volume of imports followed closely the path suggested by the growth of the domestic economy. The lower portion of this chart shows the much more rapid increase in imports from overseas countries than from the United States. The right-hand panel of Chart IV shows that Canadian prices (as measured by the index of industry selling prices) rose more slowly than prices of imported goods in the early part of the 1960s but have risen more rapidly since that time, especially in relation to prices of imports from overseas.

In Chart V, the paths of growth in the volume of certain major categories of imports (classified by end-use) have been plotted against measures of actual demand for like goods in the Canadian economy.

This chart shows that the increase in the volume of imports of producers' equipment has closely followed the growth of investment in machinery and equipment, with the only major deviations reflecting inventory adjustments. These imports do not appear to be very sensitive to relative changes in Canadian and foreign prices, largely because there are no Canadian sources for many of these goods. The proportion of imported producers' equipment coming from overseas countries has increased since 1966, probably reflecting the expansion of productive facilities in those countries.

The volume of imports of industrial materials, on the other hand, has

amenuisé depuis. La hausse du prix des exportations canadiennes vers les pays d'outre-mer a été très voisine, durant la première moitié des années soixante, de celle des marchandises d'autre provenance importées par ces pays; toutefois, au cours des cinq années suivantes, nos prix à l'exportation sont devenus dans l'ensemble moins concurrentiels, surtout à cause des fortes hausses de prix enregistrées par de nombreux métaux communs, qui constituent un élément important de nos exportations. Depuis 1970, nos prix à l'exportation sur les marchés d'outre-mer (exprimés en dollars canadiens) ont progressé moins vite dans l'ensemble que ceux des sources d'approvisionnement concurrentes.

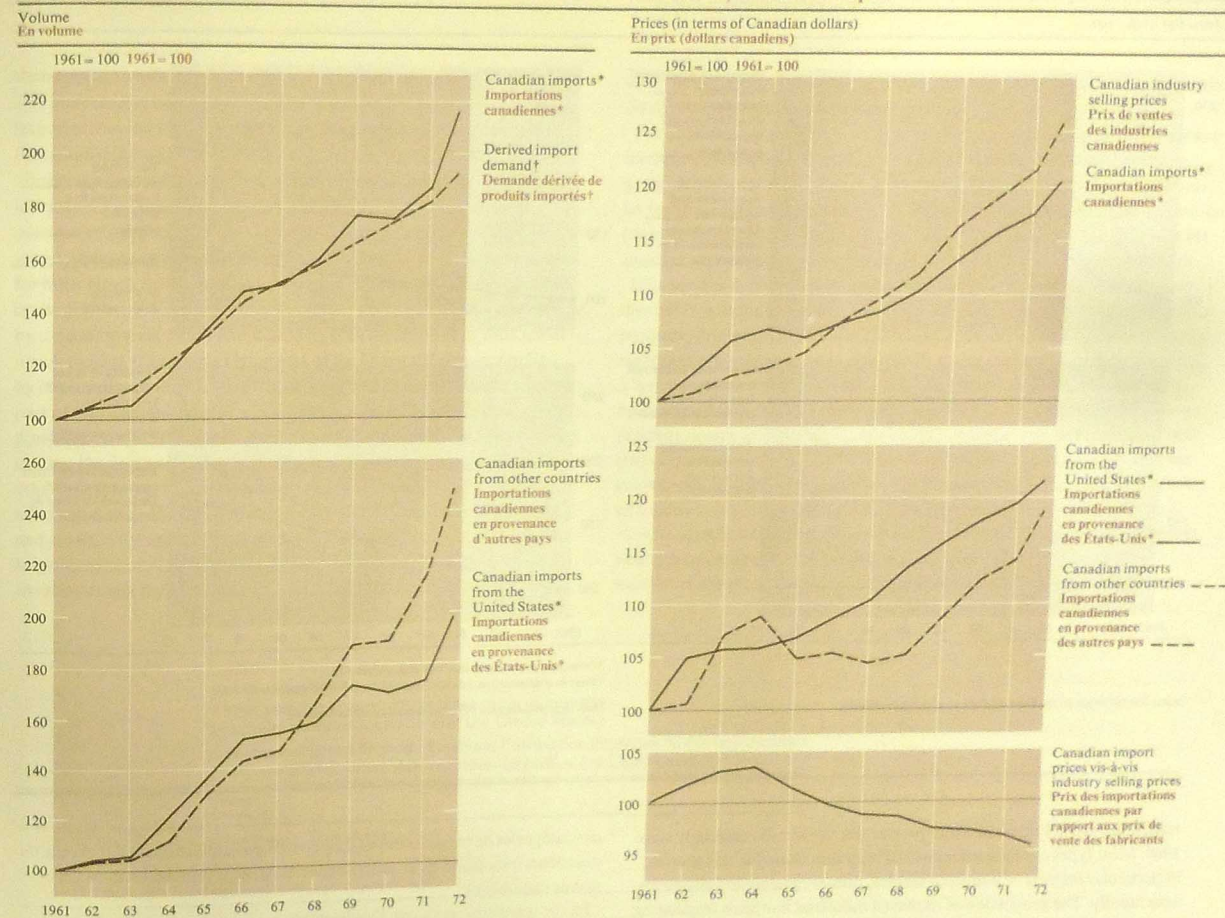
## Les importations

La croissance, en volume, des importations canadiennes (automobiles et pièces importées des États-Unis exclues) durant la plus grande partie de la dernière décennie a été assez conforme à celle que laisserait présager l'évolution de la demande intérieure; elle s'est toutefois accélérée dernièrement. Depuis le milieu des années soixante, le volume des importations en provenance des pays d'outre-mer a progressé bien plus rapidement que celui des produits américains. Ce phénomène s'explique partiellement du fait que les principaux exportateurs non américains, vers le milieu des années soixante, ont mieux réussi à contenir la hausse des prix à l'exportation. En outre, le développement industriel de nombreux pays d'outre-mer leur a ouvert l'accès aux marchés mondiaux.

La partie gauche du Graphique IV permet de comparer la progression du volume des importations au Canada avec celle d'une estimation de la demande d'importations dérivée des tableaux d'entrées-sorties pour 1961. La projection du volume des importations est calculée à partir de l'orientation des diverses composantes de la demande intérieure. Il en ressort que, jusqu'à une date fort récente, la courbe des importations en volume est restée très voisine de celle qui est dérivée de l'activité économique. Les courbes du bas, à gauche, permettent de constater une croissance des importations en provenance des pays d'outre-mer beaucoup plus rapide que celle des achats de produits américains. La partie droite du même graphique révèle que les prix des produits canadiens (représentés par l'indice des prix de vente de l'industrie) ont crû au début des années soixante moins vite que ceux des biens importés, mais que la tendance s'est ensuite inversée, surtout par rapport aux prix des importations provenant des pays d'outre-mer.

Le Graphique V met en parallèle l'évolution en volume de certaines gran-

Chart IV Comparison of Canadian imports and domestic activity: Volume and prices  
Graphique IV Évolution comparée des importations canadiennes et de l'activité intérieure, en volume et en prix



\*Excludes Canadian-U.S. trade in automotive products

†For explanation see accompanying text

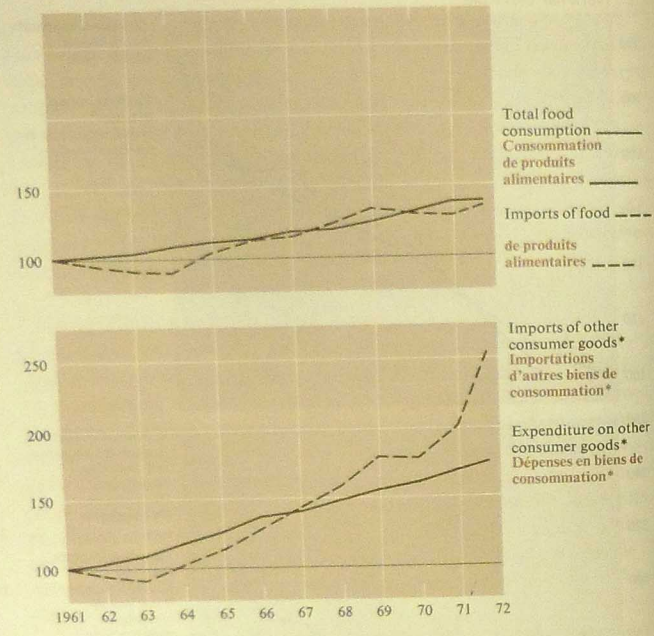
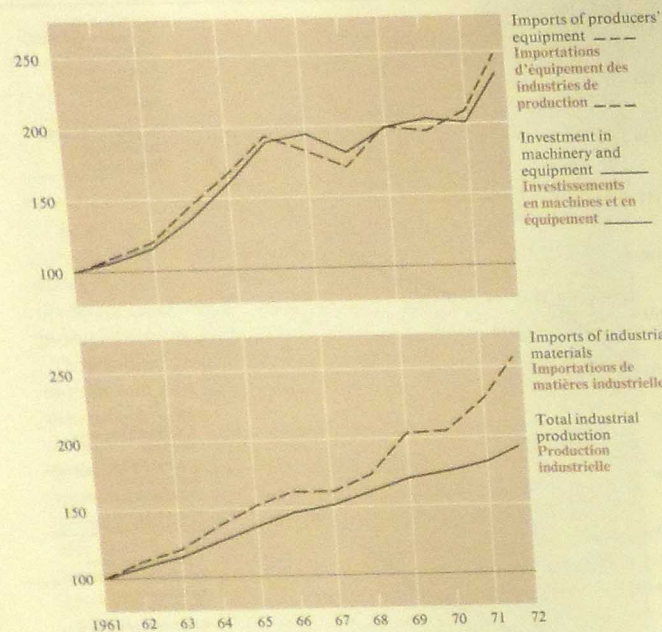
Note: For 1972 data for the first half of the year have been plotted.

\*Non compris les automobiles et pièces importées des É.-U.

†Pour plus de détails, se référer au texte de l'article

Nota: Les données pour 1972 sont celles du premier semestre.

1961 = 100 1961 = 100



\*Consumer goods other than food and equipment  
 \*Biens de consommation, produits alimentaires et biens d'équipement exclus

Note : For 1972 data for the first half of the year have been plotted.

Note : Les données pour 1972 sont celles du premier semestre.

risen more rapidly than industrial production in Canada, especially since 1969. Most types of imported industrial materials shared in this growth, in particular imports of industrial textiles, primary metals and chemicals rose rapidly. The proportion of imported industrial materials originating in the United States has remained fairly constant throughout the period. The volume of food imports has tended to fluctuate around a steady growth in total food consumption. However neither imports nor consumption of food has grown as rapidly as other types of expenditure. Imports of other consumer goods have grown considerably more rapidly

des catégories de produits importés (répartis par utilisation finale) et celle de grandeurs indicatives de la demande réelle de biens semblables dans l'économie canadienne. La comparaison révèle que l'augmentation en volume des importations d'équipement de production a suivi de près celle des investissements en machines et en équipement, les écarts notables correspondant à des régularisations de stocks. Cette catégorie d'importations ne semble pas être très sensible aux variations des prix canadiens par rapport aux prix étrangers, nombre de ces produits n'étant pas fabriqués au Canada. Depuis 1966, une part croissante

than total domestic consumption of such goods since the mid-1960s. The increase has been entirely in goods produced in overseas countries; imports from the United States have not kept pace with the growth in Canadian demand.

Imports of automotive products from overseas countries, fuels and lubricants, construction materials and aircraft and other heavy transportation equipment are not shown in Chart V. Imports of Japanese automobiles have risen rapidly since 1969, making inroads into markets for both North American and European cars. Imports (and exports) of crude petroleum have increased rapidly over the past decade, encouraged by the national oil policy enunciated by the Government in 1961 under which the domestic market lying east of the Ottawa Valley is supplied by imported petroleum while Canadian production supplies the western part of the domestic market and export markets that can be reached by pipelines. In 1972 there was a particularly sharp increase in such imports to meet the demand of two new refineries in Eastern Canada. On the other hand, imports of construction materials have fluctuated around a flat trend since the mid-1960s as the growth of demand for building and structural materials has been met by increased capacity in Canada. Imports of aircraft have varied widely, depending on the timing of deliveries to meet replacement needs and the expansion of services.

sante de ces importations provient des pays d'outre-mer, sans doute par suite du développement de leur appareil de production.

Par ailleurs, la progression, en volume, des importations de matières industrielles a été supérieure à celle de notre production industrielle, surtout à partir de 1969. La plupart des matières ont participé à cette hausse, surtout les textiles à usage industriel, les métaux de base et les produits chimiques. La proportion des matières industrielles importées des États-Unis est restée assez constante durant toute la période.

L'importation de produits alimentaires, en volume, a suivi, mais avec des fluctuations, la tendance ascendante régulière de la consommation de ces produits. Toutefois, ni l'importation ni la consommation de produits alimentaires n'a progressé aussi vite que les autres catégories de dépenses. L'augmentation des importations d'autres biens de consommation a été beaucoup plus rapide que celle de la consommation intérieure globale de ces produits depuis le milieu des années soixante. Cette augmentation s'est limitée exclusivement aux produits importés d'outre-mer, les importations en provenance des États-Unis ayant crû plus lentement que la demande globale au Canada.

Les importations d'automobiles et de pièces détachées des pays d'outre-mer ainsi que celles de combustibles et de lubrifiants, de matériaux de construction, d'avions et d'autres équipements lourds de transport ne figurent

Major end-use groups: Percentage share of imports  
 (Excludes automotive trade with the United States)

Grandes catégories de produits suivant l'utilisation finale, en % des importations  
 (Non compris les automobiles et pièces importées des États-Unis)

	United States Etats-Unis		Other countries Autres pays		Total	
	1961	1971	1961	1971	1961	1971
Fuels and lubricants	3	2	18	15	9	7
Industrial materials	32	39	26	29	30	35
Construction materials	4	3	4	2	4	3
Producers' equipment	33	36	11	14	25	27
Transportation equipment	7	5	6	1	7	3
Automotive products	9	5	15	11	11	7
Food	12	10	13	16	12	13
Other consumer goods						
Total	100	100	100	100	100	100

Combustibles et lubrifiants  
 Matières industrielles  
 Matériaux de construction  
 Équipements des industries de production  
 Matériel de transport  
 Véhicules automobiles et pièces  
 Produits alimentaires  
 Autres biens de consommation

## Balance of Trade

The result of these developments in exports and imports has been to greatly increase Canada's trade surplus. Between 1961 and 1971, two years when distortions to trade patterns because of strikes were minimal and when the conjunctural situations were broadly similar, the trade surplus increased in value from \$100 million to \$2.1 billion. The swing in the trade balance in automotive products with the United States from a substantial deficit to a small surplus made an important contribution to this improvement. (However, some of this was offset in the current account of the balance of payments by an increase in net service payments within the industry.) Apart from that trade, the trade balance with the United States increased by \$1.1 billion and with overseas countries by \$0.3 billion. However it should be noted that roughly one half of these increases in trade balances were offset by the larger deficits on current account transactions on services and transfers.

A stronger growth in the volume of exports accounted for about one third of the increase in the value of the trade balance with all countries (excluding automotive trade with the United States) while close to two thirds was the result of a more rapid rise in prices of exports than of imports. This change in the terms of trade was much more pronounced in trade with overseas countries than in trade with the United States. Indeed, in the case of trade with overseas countries, the index of export prices rose at almost double the rate of the import index, largely because of the more rapid increase in prices of base metal exports than in prices of other goods entering trade. This change in the terms of trade accounted for all of the increase in the value of the trade balance with these countries; in fact, in volume terms the trade balance declined. The change in the terms of trade with the United States was much less dramatic, accounting for about one third of the increase in the non-automotive trade balance with that country.

It now appears that in 1972 the total trade surplus declined in value by close to \$1 billion, mainly because of a drop in the balance with overseas countries. It is too early to attempt to quantify the impact of the various factors contributing to the decline in the trade surplus, but clearly the conjunctural situation that saw more rapid economic growth in North America than in overseas countries and distortions to trade patterns as a result of labour disputes, particularly at ports in Canada, the United States, Britain and Japan, combined to account for most of

pas au Graphique V. Depuis 1969, les importations d'automobiles japonaises ont sensiblement augmenté, se taillant une part des marchés des voitures nord-américaines et européennes. Les importations – comme les exportations – de pétrole brut se sont nettement accrues au cours de la dernière décennie sous l'impulsion de la politique instaurée en 1961 par le gouvernement, selon laquelle l'approvisionnement en pétrole du marché situé à l'est de la vallée de l'Outaouais est assuré par les importations, l'industrie pétrolière nationale alimentant l'Ouest du pays et les marchés d'exportation accessibles par oléoduc. Ces importations ont tout particulièrement progressé en 1972 pour répondre aux besoins de deux nouvelles raffineries de l'Est du pays. Par ailleurs, depuis le milieu des années soixante, les importations de matériaux de construction sont restés assez stables en dépit de certaines fluctuations, l'accroissement de la demande étant satisfait par celui de la production intérieure. Quant aux importations d'avions, destinés à renouveler ou à accroître les flottes, elles ont subi des variations considérables liées au calendrier des livraisons.

## La balance commerciale

Cette évolution des exportations et des importations a entraîné une nette amélioration du solde excédentaire de notre commerce. Entre 1961 et 1971, deux années très comparables par la conjoncture et par l'influence minime des grèves sur la structure des échanges, l'excédent de la balance commerciale est passé de 100 millions de dollars à 2.1 milliards. Cette amélioration est due, pour une bonne part, à l'évolution favorable du solde du commerce automobile avec les États-Unis, qui est passé d'un lourd déficit à un léger excédent. Ce mouvement a toutefois été partiellement compensé, dans la balance courante, par l'accroissement des paiements nets de services dans l'industrie automobile. Ce secteur mis à part, le solde des échanges de marchandises avec les États-Unis a progressé de 1.1 milliard de dollars, contre 300 millions pour les pays d'outre-mer. On notera cependant qu'environ 50% de ces augmentations ont été absorbés par des déficits accrus des paiements courants au titre des services et des transferts.

La croissance accélérée des exportations en volume compte pour environ un tiers de l'augmentation en valeur du solde de la balance commerciale (commerce automobile avec les États-Unis exclu), les deux-tiers restants s'expliquant par une hausse du prix des exportations supérieure à celle des importations. Cette variation des termes de l'échange a été bien plus accusée avec les pays d'outre-mer qu'avec les États-Unis. En effet, dans le premier cas, l'indice

the deterioration in the balance with overseas countries. In the last quarter of the year this balance improved sharply, reflecting a turnaround in both the cyclical and strike-related factors and rising world demand for wheat. There was a small decline in the total trade surplus with the United States in 1972; the surplus in trade in crude petroleum and natural gas increased further but there was a decline in the surplus in trade in automotive products and in trade in other goods.

## Technical appendix

The new series of price and volume indexes for major categories of exports and imports introduced in Tables 70 and 71 of this issue will be carried in the Review on a regular basis. The price series are Laspeyres indexes, base-weighted in 1968. Price indexes on a 1968 = 100 base for Canadian imports from all countries and from the United States and for Canadian exports to all countries have been constructed by Statistics Canada for the period from 1967 to date. The Bank of Canada has used the master files supplied by Statistics Canada to construct price indexes for the period from the 1950s to 1966. These series have been made as consistent as possible with the Statistics Canada series. After linking the series for the two periods on a 1968 = 100 base, the indexes have been converted to a 1961 = 100 base. Price indexes for Canadian exports to the United States have also been constructed by the Bank from master files and data provided by Statistics Canada; when Statistics Canada has compiled price series for the period from 1967, the Bank will revise the published series. The price series for Canadian imports from other countries and for Canadian exports to other countries have been obtained residually. Most of the export price series are available from the 1950s. The other price series begin in 1961, although a few import price series are not available for 1962 and 1963.

Export price indexes on a more disaggregated basis, corresponding (except in two cases) to the commodity breakdown given in Table 68 of the Review, are available. Import price series on a more disaggregated basis are not available. Price indexes of both exports and imports classified on the basis of the Standard International Trade Classification have also been constructed.

The volume indexes are derived by dividing the value series by the relevant price series and indexing the results on a 1961 = 100 base. The

du prix de nos exportations a augmenté à peu près deux fois plus vite que celui de nos importations, surtout parce que le prix des métaux communs a crû plus rapidement que celui des autres produits échangés. Cette modification des termes de l'échange explique à elle seule l'amélioration du solde en valeur de la balance commerciale avec ces pays, alors qu'en volume, il y a eu un recul. La variation des termes de l'échange avec les États-Unis, à laquelle est attribuable environ un tiers de l'amélioration du solde de la balance commerciale avec ce pays (produits de l'industrie automobile exclus), a été beaucoup moins frappante.

Il semble maintenant que l'excédent commercial global a diminué de près d'un milliard de dollars en 1972, principalement en raison d'une dégradation du solde des transactions avec les pays d'outre-mer. Il est encore trop tôt pour essayer de chiffrer l'incidence des divers facteurs à l'origine de cette diminution, mais il est clair que la détérioration du solde des échanges commerciaux avec les pays d'outre-mer est surtout due à l'effet conjoint d'éléments conjoncturels – croissance économique plus rapide en Amérique du Nord que dans ces pays – et de distorsions dans la structure des échanges dues à des conflits du travail, notamment dans des ports canadiens, américains, anglais et japonais. Le dernier trimestre de 1972 a vu une nette amélioration de la balance commerciale avec ces pays, attribuable d'une part à un renversement des éléments cycliques et des conséquences des grèves, d'autre part à la croissance de la demande mondiale de blé. Quant à l'excédent global de nos échanges commerciaux avec les États-Unis, il a accusé une légère baisse en 1972, la nouvelle progression enregistrée au poste pétrole brut et gaz naturel n'ayant pas suffi à compenser un déclin relatif au chapitre des produits de l'automobile et des autres biens.

## Annexe technique

Les indices de prix et de volume établis pour les grandes catégories d'exportations et d'importations et présentés pour la première fois aux Tableaux 70 et 71 de ce numéro seront désormais publiés régulièrement dans la Revue. On s'est servi, pour les prix, d'indices de Laspeyres, en choisissant 1968 comme année de base des pondérations. Statistique Canada a calculé, en remontant jusqu'à 1967, des indices de prix pondérés sur une base 100 en 1968 pour l'ensemble des importations canadiennes, pour les importations en provenance des États-Unis et pour l'ensemble des exportations. La Banque du Canada s'est servi des fichiers principaux mis à sa disposition par Statistique Canada

volume series for exports and imports of motor vehicles and parts are in millions of 1961 dollars rather than on an index base because the level of such trade in 1961 was too small to provide a base from which meaningful indexes could be constructed.

All of the available export and import price and volume series are to be added to the Cansim system in the near future. The relevant data bank identification numbers will be included in Tables 70 and 71 for the series carried in the Review. Until such time as the new data have been added to the Cansim system, the available series may be obtained on request from the International Department, Bank of Canada, Ottawa, K1A 0G9.

pour construire des indices de prix relatifs à la période s'étendant des années cinquante à 1966, en veillant à ce qu'ils concordent autant que possible avec les séries de Statistique Canada. Après avoir relié les séries pour les deux périodes, elle a converti les indices en prenant 1961 comme année d'origine. Les indices de prix des exportations canadiennes vers les États-Unis ont également été construits par la Banque à partir des fichiers principaux et des données communiqués par Statistique Canada; lorsque cet organisme aura établi des séries de prix pour la période partant de 1967, la Banque publiera des chiffres révisés. Les statistiques de prix concernant le commerce extérieur du Canada avec les pays autres que les États-Unis ont été obtenues par différence. La plupart des indices de prix à l'exportation sont connus à partir des années cinquante. Les autres séries partent de 1961, sauf que certains prix à l'importation ne sont pas connus pour 1962 et 1963.

Des indices établis sur une base plus désagrégée – correspondant, à deux exceptions près, à la répartition par catégorie de produits du Tableau 68 de la Revue – sont disponibles en ce qui concerne les prix à l'exportation, mais non les prix à l'importation. Il existe également des indices de prix à l'importation et à l'exportation selon la Classification type du commerce international.

On obtient les indices de volume en divisant les séries de valeur par les séries de prix correspondantes et en indexant les résultats avec 1961 comme année d'origine. Les chiffres des exportations et des importations de véhicules automobiles et de pièces détachées, en volume, sont établis en millions de dollars de 1961 plutôt que sous forme d'indice parce que le niveau de ces échanges était trop faible en 1961 pour permettre de construire des indices significatifs.

Tous les chiffres connus des exportations et des importations, tant en prix qu'en volume, doivent être prochainement incorporés au système CANSIM. Dans le cas des séries publiées dans la Revue, les codes appropriés seront indiqués aux Tableaux 70 et 71. Dans l'intervalle, ces chiffres peuvent être obtenus sur demande adressée au Département des relations internationales, Banque du Canada, Ottawa, K1A 0G9.



### Cover: Rutherford Bros., Newfoundland

Newfoundland, like other parts of British North America, suffered from a chronic shortage of small denomination coins during much of its early history. The British Government made no effort to provide a local currency and the islanders had to make do with an insufficient supply of badly worn foreign coins. Finally, as had happened elsewhere, the local merchants decided to take matters into their own hands. The first to do so were the Rutherford Bros. who operated a store in St. John's under the name of R. & I. S. Rutherford and another in Harbour Grace under the name of Rutherford Bros. Three tokens of similar designs were issued, all with a nominal value of a halfpenny. Two were for use in St. John's, one with no date and the other dated 1841 and a third, dated 1846, for use at Harbour Grace. The arms of the Rutherford family is on one side of the token and a suspended sheep carcass on the other. The sheep design, copied from an English trade token, had little relevance to Newfoundland. Perhaps the only explanation for its use is that the tokens were manufactured in England. The original tokens were made of copper but brass counterfeits soon appeared. So great was the shortage of coins in Newfoundland at that time that the counterfeits were readily accepted and circulated freely along with the genuine pieces. It was not until 1865 that the first official coins were issued by the government. The token illustrated on the front cover is in the Bank of Canada's Numismatic Collection. Photography by John Evans, Ottawa.

### Subscriptions

Canada and the United States: \$10.00 per annum; \$25.00 for three years. All other countries: \$12.00 per annum; \$30.00 for three years.  
Public Libraries, Libraries of the Government of Canada and of Canadian provincial and municipal Governments (including Crown corporations and agencies), Libraries of Canadian and foreign educational institutions: one half of the regular rate.  
Subscription rates include the cost of postage at third class rates in Canada and the United States, airtail for other countries.  
Reprints of articles are available in packages of ten copies at a price of \$1.00. Individual copies of the Review may be obtained at all Bank of Canada Agencies at a price of \$1.00 per copy.  
Remittances should be made payable to the Bank of Canada, collectable in Canadian currency.  
Correspondence should be addressed to: Bank of Canada Review,  
Bank of Canada,  
Ottawa K1A 0G9,  
Canada

The content of the Review may be reproduced or referred to provided that the Bank of Canada Review, with its date, is specifically quoted as the source.

### Couverture: Jeton de Rutherford Bros., Terre-Neuve

De même que d'autres régions de l'Amérique du Nord britannique, Terre-Neuve a connu dans les premiers temps de son histoire une pénurie chronique de petite monnaie. Le gouvernement anglais ne se donna pas la peine de pourvoir l'île en monnaie destinée à la circulation locale et les Terre-Neuviens durent se tirer d'affaire avec un stock insuffisant de pièces étrangères, souvent en piteux état. Finalement, comme cela s'était produit ailleurs, les marchands de l'île résolurent de prendre les choses en main. Les premiers à agir de la sorte furent les Rutherford, qui dirigeaient à Saint-Jean la maison de commerce R. & I. S. Rutherford et à Harbour Grace une deuxième entreprise connue sous le nom de Rutherford Bros. Ils firent frapper trois jetons d'un demi-penny portant la même illustration. Deux d'entre eux, l'un sans date, l'autre au millésime de 1841, devaient circuler à Saint-Jean, tandis que le troisième, daté de 1846, était destiné à Harbour Grace. Ces jetons portent d'un côté les armes de la famille Rutherford et de l'autre un mouton suspendu. Emprunté à un jeton anglais, le type du mouton n'avait aucune signification spéciale pour les Terre-Neuviens et ce choix résultait peut-être tout simplement du fait que les pièces avaient été battues en Angleterre. Les pièces authentiques étaient faites de cuivre, mais des contrefaçons en laiton ne tardèrent pas à faire leur apparition. La pénurie de pièces était telle à cette époque que les contrefaçons furent acceptées sans difficulté et circulèrent parallèlement aux pièces authentiques. Ce n'est qu'en 1865 que le gouvernement commença à émettre des pièces officielles. Le jeton reproduit sur la couverture fait partie de la collection numismatique de la Banque du Canada. Photographie: John Evans, Ottawa.

### Abonnements

Canada et États-Unis: 1 an, \$10; 3 ans, \$25. Tous autres pays: 1 an, \$12; 3 ans, \$30.  
Bibliothèques publiques, bibliothèques du gouvernement canadien, des gouvernements provinciaux et municipaux du Canada (y compris celles des sociétés et agences de la Couronne), bibliothèques des établissements d'enseignement au Canada ou à l'étranger: demi-tarif pour les exemplaires expédiés sous un seul pli.  
L'abonnement comprend les frais de port, par courrier de troisième classe au Canada et aux États-Unis, par avion pour les autres pays.  
On pourra se procurer des tirés à part d'articles parus dans la Revue, au prix de \$1 le paquet de 10 exemplaires.  
On pourra également se procurer des exemplaires de la Revue à toutes les agences de la Banque du Canada, au prix de \$1 chacun.  
 Paiement à l'ordre de la Banque du Canada.  
 Adresser toute correspondance à: La Revue de la Banque du Canada  
Banque du Canada  
Ottawa K1A 0G9  
Canada

Reproduction autorisée à condition que la source - Revue de la Banque du Canada, mois et année - soit formellement indiquée.

## Economic conditions

### Economic and financial developments abroad in 1972 "

In the January issue of the Review, economic developments in Canada and the United States since 1969 were compared. The present article is a more general review of the highlights of Canada's international economic environment in 1972. One of the most important external developments for Canada last year was, of course, the improved performance of the U.S. economy which achieved simultaneously a marked acceleration in the rate of real growth and a significant reduction in the rate of inflation. It is not proposed to review again recent developments in the U.S. domestic economy but their impact on world trade and payments is discussed. This article also reviews recent economic developments in the major industrial countries overseas, where the timing of cyclical developments has differed from that in North America and where there was a renewal of inflation in 1972 despite larger than normal margins of slack. The evolution of the current accounts of the balance of payments of the major industrial countries and some of the more significant developments in the international financial system since the Smithsonian Agreement of December 1971 are summarized in subsequent sections. Major disturbances developed in exchange markets in the early part of 1973, and culminated in a further realignment of currencies immediately before this article went to press.

### Output, employment and prices in industrial countries overseas

Real growth had slowed in most overseas industrialized countries during 1971. As may be seen in Chart I, the trend was not uniform: at the one extreme Germany experienced an actual drop in real GNP in the third and fourth quarters of the year; at the other extreme, growth in France

Editor's note: For purposes of comparability, the statistics used are chiefly those compiled by the Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD); because of the standardization of concepts involved, these differ slightly from national data.

### L'évolution économique et financière à l'étranger en 1972

Dans le numéro de janvier de la Revue était publié un article contenant un parallèle entre l'évolution économique au Canada et aux États-Unis depuis 1969. L'article de ce mois présente un aperçu plus général du contexte international dans lequel a évolué, en 1972, l'économie de notre pays. Il est évident que, sur le plan international, un des facteurs les plus importants pour le Canada a été l'amélioration enregistrée par l'économie américaine, qui est parvenue à accélérer notablement sa croissance réelle tout en réduisant nettement son taux d'inflation. Si les tendances récentes de l'économie américaine ne sont pas abordées ici, on y étudie par contre leur incidence sur les échanges et les paiements internationaux. Suit également une revue de l'actualité économique dans les grands pays industrialisés d'outre-mer, où l'évolution cyclique n'a pas coïncidé avec celle des États-Unis et où l'inflation a de nouveau connu un certain regain en dépit de marges de capacité inutilisées supérieures à la normale. Enfin, certains paragraphes retracent dans ses grandes lignes l'évolution de la balance courante des principaux pays industrialisés et rappellent quelques-uns des faits les plus marquants survenus sur la scène financière et monétaire internationale depuis l'accord «smithsonien» de décembre 1971. Notons que les marchés des changes traversent depuis le début de 1973 une période troublée dont le point culminant a été le réalignement monétaire survenu juste avant la mise sous presse du présent article.

### La production, l'emploi et les prix dans les pays industrialisés d'outre-mer

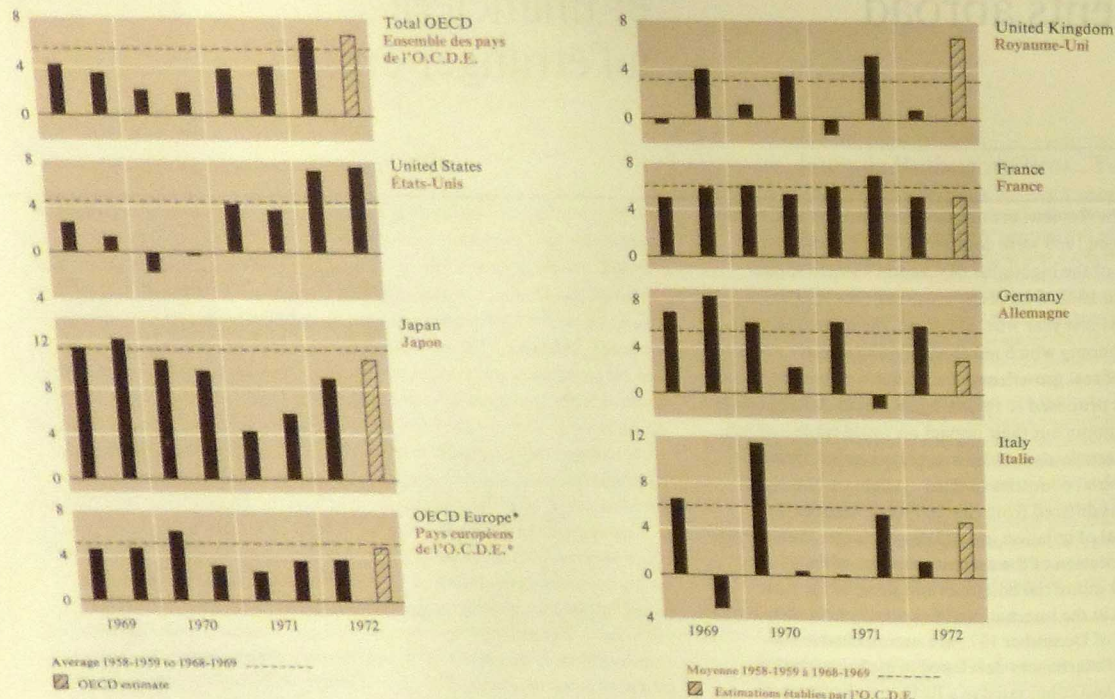
La croissance en termes réels s'était ralentie en 1971 dans la plupart des pays industrialisés d'outre-mer. Comme on peut le constater au Graphique I, cette évolution n'avait pas été uniforme: à une extrémité de l'éventail, l'Allemagne avait enregistré une baisse effective du P.N.B. à prix constants

Note de la Rédaction: Pour des raisons de comparabilité, il est surtout fait usage de statistiques établies par l'Organisation de Coopération et de Développement Économique (O.C.D.E.); en raison de la normalisation des concepts, celles-ci sont quelque peu différentes des données publiées par les organismes nationaux.

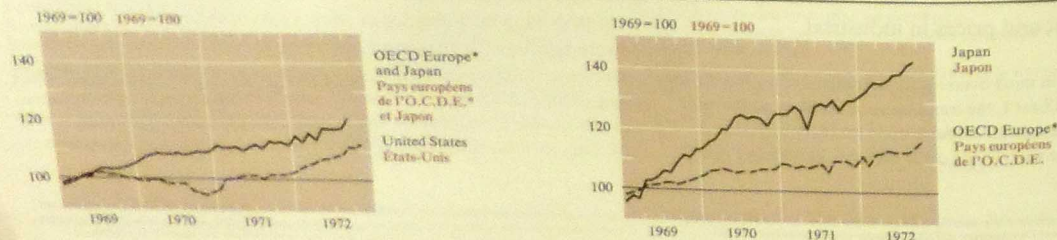
Chart I Output: Major OECD countries  
Graphique I Production: Principaux pays membres de l'O.C.D.E.

Real GNP/GDP, P.N.B., P.I.B. à prix constants

Percentage changes, seasonally adjusted at annual rates Variations en % et en taux annuels, données désaisonnalisées



Industrial production Production industrielle



\*France, Germany, Italy and the United Kingdom

\*Allemagne, France, Italie et Royaume-Uni

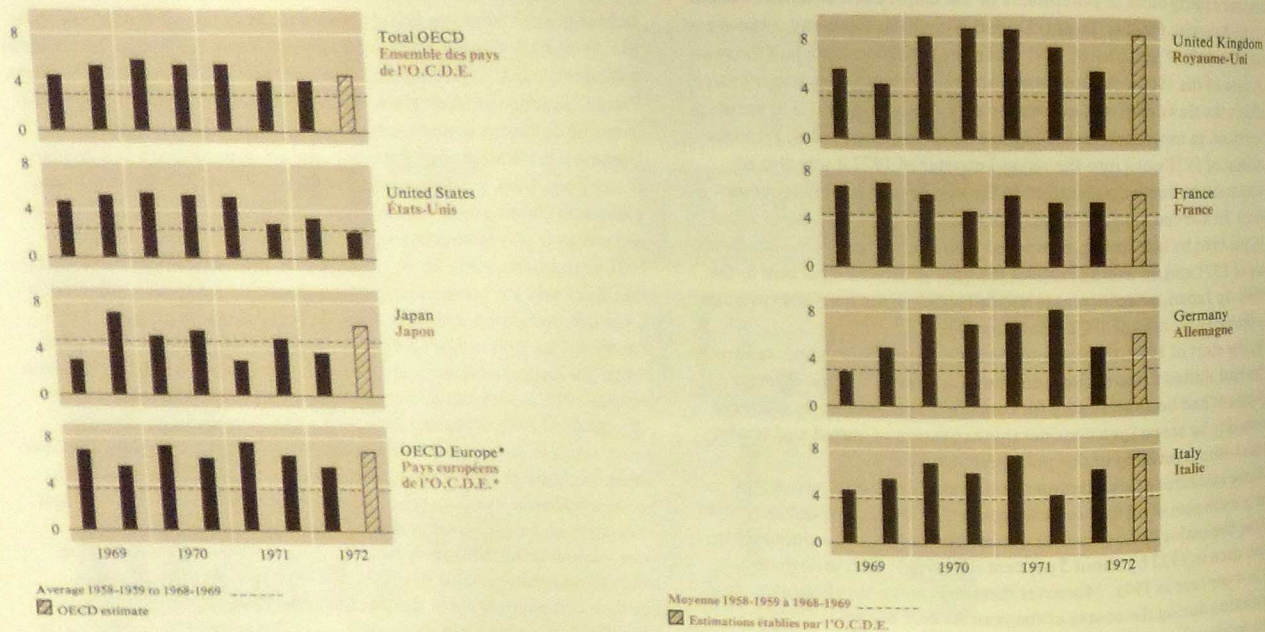
remained fairly close to potential. For the major OECD countries outside North America (that is, Japan, United Kingdom, Germany, France and Italy) growth of real GNP in 1971 was not much more than half the average rate of the 1960s. As in Canada and the United States a year or so earlier, the slowdown was accompanied by a significant rise in unemployment, in most cases to the highest levels for many years. From the autumn of 1971 until into the second quarter of 1972 it was also accompanied by some deceleration in the rate of increase of consumer prices. In Europe the year-to-year increase had been reduced to about 5½ per cent by last spring, compared with 6½ per cent in the late summer of 1971 and an average rate of increase of around 4 per cent in the 1960s. In Japan, price increases had fallen below the long-term average by the early months of 1972 (see Chart II).

By the start of 1972, the demand management policies of most countries had shifted towards fiscal and monetary ease. The rise in unemployment had become a cause for concern in some countries and there seemed to be scope for a considerable expansion of output and employment without reviving undue price pressures.

These measures of stimulation resulted in at least some recovery of the growth rate in all the countries concerned. Taken together, real GNP of the five major OECD countries outside North America is estimated to have risen in 1972 by about 5 per cent compared with a growth of less than 4 per cent in 1971. Moreover there appears to have been some acceleration during the course of the year. As may be seen in Chart I, this acceleration was due to developments in Japan, Italy and Britain. In Japan, the recovery was strong enough to bring the annual growth rate of real GNP to 10 per cent or more in the second half of the year from less than 6 per cent a year earlier. In Italy and the United Kingdom, where the rate of growth had continued to weaken in the first half of the year, the second half saw a marked recovery. By contrast, Germany had experienced a sharp revival of activity in the first half of the year but the rate eased again in the second half, while economic activity in France grew at a fairly steady pace all year. Despite the revival of economic activity, unemployment remained near peak levels in most countries; only in Britain did it start to fall decisively in the second half of the year. Even as the economic recovery was in its earliest stages, however, there were signs of a renewed deterioration in price performance (see Chart II). In the United Kingdom, Germany and Italy a sharp upsurge in the rate of increase in consumer prices began again in the late spring, and

aux trois et quatrième trimestres de l'année, tandis qu'à l'autre extrémité, la France avait connu un taux de croissance assez proche de son potentiel. Si l'on exclut le Canada et les États-Unis, on constate que dans les principaux pays de l'O.C.D.E. (soit le Japon, le Royaume-Uni, l'Allemagne, la France et l'Italie), la progression du P.N.B. réel avait été en 1971 à peine supérieure à la moitié de l'accroissement moyen observé durant les années soixante. Comme cela s'était produit à peu près une année auparavant au Canada et aux États-Unis, le ralentissement s'était accompagné d'une importante montée du chômage qui, dans la plupart des pays en question, avait atteint son niveau le plus élevé depuis de nombreuses années. De l'automne de 1971 au deuxième trimestre de 1972, on avait aussi noté une certaine décelération des prix à la consommation. Leur augmentation d'une année à l'autre ressortait, en Europe, à environ 5½% au printemps dernier, contre 6½% à la fin de l'été 1971 et à peu près 4% en moyenne au cours des années soixante. Au Japon, le rythme d'augmentation des prix passa, vers les premiers mois de 1972, au-dessous du taux moyen à long terme (voir Graphique II). Au début de 1972, la plupart des pays assouplirent, sur le plan fiscal et monétaire, leur politique de la demande. Dans certains d'entre eux, l'augmentation du chômage était devenue un sujet de préoccupations, et il semblait possible d'obtenir une forte progression de la production et de l'emploi tout en évitant une hausse excessive des prix.

Ces mesures de relance permirent à tous les pays considérés d'enregistrer à tout le moins une certaine reprise de leur taux de croissance. On estime que dans l'ensemble le P.N.B. réel des cinq principaux pays de l'O.C.D.E., États-Unis et Canada exclus, s'est accru en 1972 d'environ 5%, contre moins de 4% l'année précédente. Il semble de plus que ce taux de croissance se soit quelque peu accéléré dans le courant de l'année. Le Graphique I permet de situer l'origine de cette accélération au Japon, en Italie et au Royaume-Uni. Au Japon, la reprise a été si marquée que le P.N.B. à prix constants s'est accru à un taux annuel d'au moins 10% au second semestre de l'année, contre moins de 6% un an plus tôt. L'Italie et le Royaume-Uni, où le taux de croissance du P.N.B. réel avait continué de faiblir au premier semestre de 1972, enregistrèrent également un net regain au cours des six mois suivants. Par contre, l'Allemagne connut une vive reprise au premier semestre, puis un certain essouffement au second, tandis qu'en France, enfin, l'activité économique progressait à un rythme assez constant tout au long de l'année. Cette reprise économique n'a pas empêché le chômage de rester près de son sommet dans la plupart des pays considérés; il n'y a guère que la Grande-Bretagne où il ait amorcé un net recul au cours du second semestre de 1972.



soon spread to other European countries. There was an acceleration in Japan as well. Rates of increase in wages in 1972, though less than in 1970-71, remained well above the average for the 1960s and in excess of the increase in productivity. In Britain, where this tendency was particularly pronounced, there was a strong acceleration of wage costs as the recovery got underway, leading to the introduction of a price and wage freeze in November to be followed by mandatory controls. To these widespread wage pressures was added the impact of a marked increase in world prices of basic foodstuffs and of a number of other internationally-traded primary commodities. By year-end consumer prices in the major European member countries were about 7 per cent higher than a year earlier, with food prices up more than 8 per cent. This was a much sharper acceleration than occurred in consumer prices in North America, though these, too, were affected by the strong upward trend of prices of many important food staples.

**International trade and balance of payments**

World trade rebounded in 1972 from the relatively sluggish rate of growth recorded the previous year, despite major strikes in a number of countries affecting both ports and shipping. The volume of total merchandise trade by OECD countries is estimated to have risen by nearly 9 per cent, as against less than 6 per cent in 1971. The acceleration was sharpest in the early months of the year and at that stage was primarily attributable to demand in North America. In the first half of 1972, the annual rate of growth in the volume of trade increased at 10½ per cent. The growth rate then eased to 9 per cent in the second half of last year but, under the combined stimulus of both North American and overseas demand, it was accelerating strongly again by the end of the year. The OECD Secretariat estimates that the annual rate of increase has now reached about 12 per cent in volume terms, and forecasts that this rate will be sustained throughout 1973.

Although trade between the OECD member countries continued to grow faster than their trade with other countries, there was a sharper rise in the volume of their imports from the rest of the world than in their exports and a major shift in the terms of trade in favour of the rest of the world. This shift resulted in part from a sharp upward adjustment in the dollar prices of primary commodities at the beginning of 1972. In the case of petroleum and other energy products, this was superimposed on an already strongly rising trend. Prices of internationally-traded

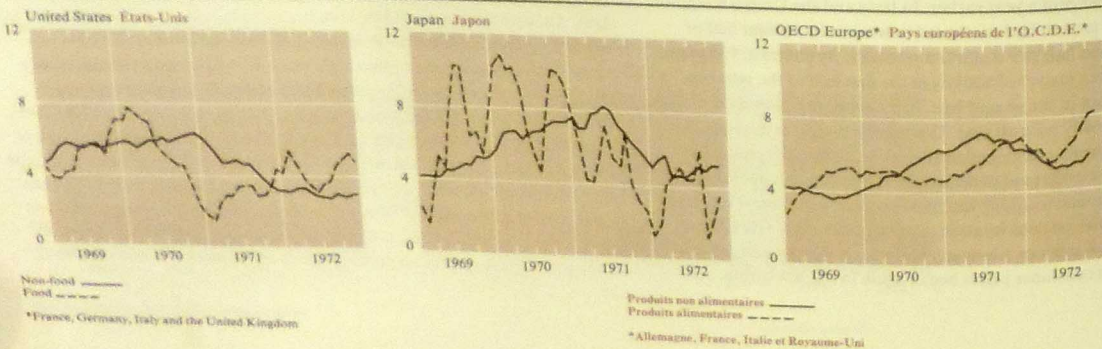
Pourtant, dès le tout début de la reprise économique, on avait pu noter les signes d'une nouvelle hausse des prix (voir Graphique II). Le Royaume-Uni, l'Allemagne et l'Italie enregistrèrent à la fin du printemps une flambée des prix à la consommation qui devait bientôt s'étendre aux autres pays européens. L'accélération fut également sensible au Japon. Le taux d'accroissement des salaires en 1972, bien qu'inférieur à celui de la période 1970-1971, est resté bien plus élevé que la moyenne des années soixante et supérieur, en l'occurrence, à l'augmentation de la productivité. La Grande-Bretagne, où cette tendance a été particulièrement accentuée, a connu une forte accélération des coûts salariaux au fur et à mesure de la reprise, ce qui a conduit au gel des salaires et des prix en novembre, avant la mise en place de mesures impératives de contrôle. À ces tensions salariales généralisées s'est ajoutée une forte hausse, sur les marchés internationaux, du prix des produits alimentaires de base et d'un certain nombre d'autres matières premières. À la fin de l'année, les prix à la consommation dans les principaux pays européens membres de l'O.C.D.E. étaient d'environ 7% supérieurs à ceux de l'année précédente à même époque, l'augmentation se chiffrant à plus de 8% dans le cas des produits alimentaires. Cette hausse est bien plus forte que celle qu'ont accusée les prix à la consommation en Amérique du Nord, bien que, là aussi, les effets de la forte tendance à la hausse du prix de nombreuses denrées alimentaires de base se soient fait sentir.

**Le commerce et les paiements internationaux**

Après une année de croissance relativement lente, les échanges internationaux ont vivement repris en 1972 en dépit des importantes grèves qui ont touché, dans un certain nombre de pays, l'activité portuaire et les transports maritimes. Selon des estimations, les échanges de marchandises des pays membres de l'O.C.D.E. auraient augmenté en volume de près de 9%, contre moins de 6% en 1971. L'accélération la plus forte s'est située aux premiers mois de l'année, surtout en raison de la forte demande qui se manifestait alors en Amérique du Nord. Ainsi, au cours du premier semestre de 1972, la croissance, en volume, du commerce international a atteint un taux annuel de 10½% pour descendre à 9% au second semestre puis s'accélérer de nouveau vivement à la fin de l'année, sous l'influence conjuguée de la demande en Amérique du Nord et dans les pays d'outre-mer. Le Secrétariat de l'O.C.D.E. estime que le taux de croissance annuel en volume s'établit actuellement à environ 12% et se maintiendra à ce niveau durant toute l'année 1973.

Bien que le commerce entre les pays membres de l'O.C.D.E. ait continué de progresser plus rapidement que leurs échanges avec les autres pays, le volume

Consumer prices, food and non-food Prix à la consommation : produits alimentaires, produits non alimentaires  
 Percentage change, twelve months ending Variation en % sur douze mois



food commodities, which had been relatively weak, rose sharply in the first quarter of 1972 and again in the fourth quarter, with prices of coffee, sugar, cocoa and wheat in particular showing a marked strengthening. Prices of non-food agricultural commodities, especially wool and rubber, have also risen strongly. Dollar prices of non-ferrous metals, after being adjusted upward to offset the devaluation, weakened in mid-1972, but recently have strengthened again, led by copper.

The improvement in the terms of trade and in the payments position of many of the primary producing countries last year from the strengthening of commodity prices was augmented by the relatively modest increase in prices of their imports. Some of the rise that did occur in the export prices of the developed countries was accounted for by primary commodities such as wheat and wool. Despite the revival of strong inflationary pressures in the industrialized countries, the steady upward trend in export prices of manufactured goods that began in 1969 did not continue last year. Expressed in terms of U.S. dollars, they rose by only about 3 per cent between the last quarter of 1971 and the first quarter of 1972, and then held steady; this suggests that in terms of the major currencies that were revalued in relation to the U.S. dollar, there was a fairly significant decline in export prices. If this is so, the explanation may be in part that the countries concerned, at least initially, have absorbed in reduced profit margins a good deal of the effect of the revaluation of their currencies against the dollar.

These changes in the volume and prices of world trade are reflected in the current account positions of the OECD countries shown in Chart III and Table I. The net surplus of the OECD countries as a group declined from \$7 billion in 1971 to \$4 billion in 1972. Within this net total, there was a further widening of the imbalance between the United States and other member countries, mainly due to developments in merchandise trade, particularly the strength of U.S. imports. In volume terms U.S. imports increased by 14½ per cent in 1972 as against an increase of about 9 per cent for exports. In value terms, as a result of the shift in the terms of trade caused largely by the devaluation of the dollar and the rise in commodity prices, these increases were about 21½ per cent and 14 per cent respectively. The deterioration was concentrated in the first half of the year and partly reflected the initial perverse effect of the devaluation of the dollar in immediately raising the dollar cost of imports before a response in volume terms of both exports and imports could be expected from the price changes. In addition the economic

de leurs importations en provenance du reste du monde a augmenté plus rapidement que celui de leurs exportations. D'autre part, les termes de l'échange ont évolué nettement à l'avantage des pays tiers, en partie à cause d'une forte hausse du prix en dollars des matières premières au début de 1972, qui, dans le cas du pétrole et d'autres produits énergétiques, est venue renforcer une tendance déjà très ferme. Les produits alimentaires échangés sur les marchés internationaux, dont les prix avaient été relativement faibles, ont fortement renchéri au premier trimestre de 1972 puis, de nouveau, au quatrième trimestre, surtout dans le cas du café, du sucre, du cacao et du blé. Les prix des matières premières agricoles non alimentaires se sont également inscrits en vive hausse, tout spécialement ceux de la laine et du caoutchouc. Les prix en dollars des métaux non ferreux, après avoir été relevés pour compenser les effets de la dévaluation, se sont affaiblis vers le milieu de 1972, pour se redresser récemment sous la conduite du cuivre.

Si l'amélioration des termes de l'échange et de la situation des paiements enregistrée l'an dernier par de nombreux pays producteurs de matières premières provient surtout du raffermissement du prix de leurs exportations, elle s'explique également par le renchérissement relativement modeste de leurs importations. Dans les pays industrialisés, la hausse des prix à l'exportation est attribuable pour partie à celle de matières premières telles que le blé et la laine; en ce qui concerne les produits manufacturés, la hausse régulière des prix à l'exportation qui avait débuté en 1969 ne s'est pas maintenue l'année dernière, malgré la reprise de fortes tensions inflationnistes dans les pays en question. Exprimés en dollars É.-U., ces prix n'ont progressé que d'environ 3% du dernier trimestre de 1971 au premier trimestre de 1972, pour plafonner depuis; en termes des principales devises qui ont été réévaluées par rapport au dollar É.-U., les prix à l'exportation dans les pays industrialisés auraient donc baissé assez sensiblement. S'il en est réellement ainsi, une explication partielle de cette baisse pourrait être que, au moins au début, ces pays ont compensé par une compression des marges bénéficiaires une bonne partie des effets de la réévaluation de leur monnaie vis-à-vis du dollar.

Cette évolution, en prix et en volume, du commerce mondial se reflète dans les soldes des paiements courants des pays membres de l'O.C.D.E. (voir Tableau I et Graphique III). L'excédent net des échanges de l'ensemble de ces pays avec l'étranger est tombé de 7 milliards de dollars en 1971 à 4 milliards en 1972. De plus, le déséquilibre entre les États-Unis et les autres pays membres s'est encore agrandi, surtout au chapitre des échanges de marchandises, qui ont été caractérisés par une progression particulièrement forte

Chart III Current accounts of the balance of payments: OECD countries  
Graphique III Balance des paiements courants : Pays membres de l'O.C.D.E.

Seasonally adjusted at annual rates Données désaisonnalisées, taux annuels

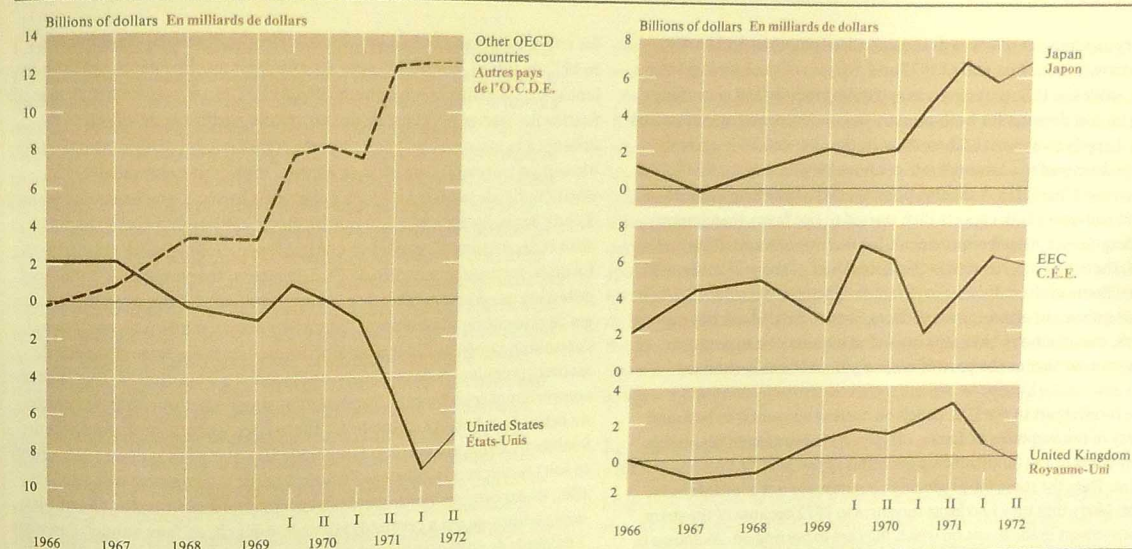


Table I Current accounts of the balance of payments: OECD countries  
Tableau I Solde des paiements courants : Pays membres de l'O.C.D.E.

	Billions of U.S. dollars, seasonally adjusted at annual rates / En milliards de dollars; données désaisonnalisées et taux annuels							
	1969		1970		1971		1972	
	I	II	I	II	I	II	I	II
France	-1.8	-0.2	0.5	0.7	0.3	0.6	0.5	0.9
Germany	1.6	0.7	0.2	0.3	0.4	-0.1	0.3	0.2
Italy	2.3	0.8	1.9	2.8	0.8	2.9	3.0	2.6
Belgium-Luxembourg	0.5	0.8	0.7	1.2	0.5	0.8	1.3	1.1
Netherlands			-0.2	1.0	-0.1	-0.2	1.0	1.0
Total EEC	2.6	1.6	3.0	6.0	1.9	4.0	6.2	5.8
United Kingdom	1.1	1.5	2.5	0.3	2.0	3.1	0.7	-0.2
Other OECD Europe	-0.7	-1.7	-0.7	0.6	-1.0	-0.3	0.6	0.6
Japan	2.1	2.0	5.8	6.3	4.6	7.0	5.8	6.8
Australia	-1.0	-0.9	-0.9	0.2	-0.9	-0.9	0.4	0.4
Canada	-0.9	1.0	0.3	-0.7	1.0	-0.3	-0.6	-0.7
United States	-0.9	0.4	-2.9	-8.3	-0.9	-4.8	-9.2	-7.3
Total OECD	2.4	3.9	7.2	4.4	6.7	7.8	3.5	5.4

Note: Data for the second half of 1972 for all countries except Canada and the United States are OECD estimates.

Nota: Les données du second semestre de 1972 sont des estimations de l'O.C.D.E., sauf dans le cas du Canada et des États-Unis.

recovery in a number of overseas industrialized countries had barely got underway in the first half of 1972 and margins of slack were at their widest, while the U.S. economy was expanding rapidly and generating strong import demand for both primary commodities and manufactured goods. Largely as a result of these factors, the U.S. deficit on current account deepened to an annual rate of about \$9 billion in the first half of the year (see Chart III). A turning point seems to have been reached around mid-year: U.S. exports then started to rise faster than imports and, despite exceptional requirements for fuel imports and rising fuel prices, the deficit was reduced in the second half of the year to about \$7 billion. Some of the reduction in the trade deficit has been due to heavy U.S. shipments of agricultural products, particularly wheat, but exports of U.S. manufactures have also expanded and may be expected to strengthen further as the pace of recovery in overseas economies quickens.

The counterpart to the U.S. deficit on current account is to be found mainly in the surpluses of Japan, of a few European countries, and presumably of the oil-producing countries of the Middle East and North Africa. Data for these oil-producing countries are not available but it seems likely that they had large surpluses in 1972 because of the sharp improvement in the terms on which they are exporting oil. As shown in Table I, Japan's surplus on current account has remained very large, despite successive official programmes aimed at stimulating imports and curbing exports. The current account surplus of Italy, has remained in the region of \$3 billion since mid-1971, reflecting in part an exceptionally wide margin of slack in the Italian economy.

Among other major European countries, the United Kingdom experienced a very sharp rise, relative to other countries, in its export prices of manufactured goods between the first half of 1970 and the first half of 1972. The adverse effect upon the trade balance and the current account developed fairly rapidly from the autumn of 1971 onwards and contributed to the weakening of confidence in the currency in the late spring that led to speculative pressure and the floating of the pound on 23 June. The downward float of sterling over the second half of the year, from \$2.60 (U.S.) to about \$2.35, improved Britain's competitive position but rising domestic demand encouraged increased imports and the surplus achieved on current account since 1969 disappeared in the second half of the year.

des importations aux États-Unis. En volume, ces dernières se sont accrues en 1972 de 14½%, contre 9% pour les exportations. En valeur, ces taux de croissance s'établissent respectivement à 21½% et 14%, par suite de la modification des termes de l'échange due en grande partie à la dévaluation du dollar et à la hausse du prix des matières premières. La détérioration, observée surtout au premier semestre de l'année, traduisait notamment l'effet négatif initial de la dévaluation du dollar sous forme d'une hausse immédiate du prix des importations, avant que les modifications du prix des exportations et des importations aient eu une incidence sur le volume des échanges. En outre, au premier semestre de 1972, la reprise économique débutait tout juste dans un certain nombre de pays industrialisés d'outre-mer, où les marges de capacité inutilisée étaient donc à leur niveau maximum, alors que l'expansion rapide de l'économie américaine créait une forte demande de matières premières et de produits manufacturés d'importation. Ces facteurs contribuèrent grandement à l'aggravation, au premier semestre de l'année, du déficit de la balance courante des États-Unis, qui atteignit alors près de 9 milliards à taux annuel (voir Graphique III). Il semble qu'un renversement se soit produit vers le milieu de l'année: à partir du troisième trimestre, en effet, les exportations américaines ont commencé à croître plus vite que les importations, ce qui a permis de ramener le déficit, en taux annuel, à environ 7 milliards de dollars au second semestre, malgré des besoins exceptionnels en combustibles importés et le renchérissement de ces derniers. Si de grosses expéditions de produits agricoles, de blé en particulier, ont contribué à la diminution du déficit commercial américain, celle-ci s'explique également par la hausse des exportations de produits manufacturés, qui continueront sans doute de se renforcer à mesure que la reprise économique s'accélénera dans les pays d'outre-mer.

La contrepartie du déficit de la balance courante américaine se trouve principalement dans les soldes excédentaires du Japon, de quelques pays européens et, vraisemblablement, des pays producteurs de pétrole du Moyen-Orient et d'Afrique du Nord. On ne dispose pas de statistiques pour ces derniers, mais leur balance courante a sans doute été largement excédentaire en 1972, vu les conditions sensiblement plus avantageuses dont leurs exportations pétrolières ont bénéficié. Comme le montre le Tableau I, l'excédent de la balance courante du Japon est resté très élevé en dépit d'une succession de programmes gouvernementaux visant à stimuler les importations et à freiner les exportations. L'excédent des paiements courants de l'Italie s'est maintenu aux environs de 3 milliards depuis le milieu de 1971, reflétant en

### Capital flows and international monetary developments

The pattern of exchange rate relationships between the major countries agreed upon at the Smithsonian meetings in December 1971 restored a degree of confidence and order to foreign exchange markets that prevailed for most of the time during 1972. The initial relief was tempered quite early in the year, however, by the fact that a large reflux of short-term funds to the United States did not occur as expected, in part because interest rate differentials between the United States and Europe remained relatively wide until the late spring. Substantial short-term capital flows put strong upward pressure on the new exchange rates of a number of European countries and of Japan, and by early March most of these rates had risen close to their upper limits of fluctuation against the U.S. dollar. Once this swing had taken place, the whole system became easier and more stable. As interest rate differentials narrowed during the second quarter some reflux of funds to the United States occurred, and the major overseas currencies eased against the U.S. dollar, though remaining in most cases well above their central rates.

The heavy short-term outflows from the United Kingdom that led to the floating of sterling in June were concentrated in the immediately preceding week. After a substantial loss of reserves over a few days, the pound was set free to float. The other Sterling Area currencies that were not pegged to gold or the U.S. dollar, including the Irish pound, floated with sterling and in most cases have continued to do so. The South African rand was repegged to the U.S. dollar in late October at a rate involving an appreciation of about 4 per cent over the rate at which it was floating at the time. The Australian dollar, which had already been pegged to the U.S. dollar after the 1967 devaluation of sterling, was revalued towards the end of December by an amount representing an appreciation of about 7 per cent over the previous market rate.

The sterling crisis put upward pressure for a time on most other major currencies in Europe and upon the Japanese yen, but this eased during July. Speculative inflows into Japan continued from time to time during the year, despite offsetting measures by the Japanese authorities. Apart from the yen, the major overseas currencies eased against the U.S. dollar from August onwards, and a return flow of funds to the United States appears to have been renewed in the fourth quarter. Speculative pressures began to mount again in January of this year, and were first directed against the Italian lira. A two-tier exchange market was introduced

partie un taux exceptionnellement élevé de sous-emploi des ressources au sein de l'économie.

En ce qui concerne les autres grands pays européens, notons que le Royaume-Uni a enregistré, comparativement à d'autres pays, une hausse sensible du prix à l'exportation des articles manufacturés, du premier semestre de 1970 au premier semestre de 1972. L'effet défavorable de cette évolution sur la balance commerciale et sur la balance courante s'est fait sentir assez rapidement à partir de l'automne 1971 et a contribué, vers la fin du printemps 1972, à la baisse de confiance dans la livre, qui allait entraîner la spéculation contre cette monnaie et sa mise en flottage le 23 juin. Si l'affaiblissement de la livre flottante, passée au cours du second semestre de l'année de \$É.-U. 2.60 à environ \$É.-U. 2.35, a amélioré la position de la Grande-Bretagne sur les marchés d'exportation, la croissance de la demande intérieure a par contre stimulé les importations, de sorte que l'excédent de la balance courante observé depuis 1969 a disparu au second semestre de 1972.

### Les mouvements de capitaux et l'évolution monétaire internationale

Le système des taux de change convenu entre les principaux pays lors des réunions de décembre 1971 au *Smithsonian Institute* allait dans une certaine mesure rétablir la confiance et l'ordre sur les marchés des changes pendant la plus grande partie de l'année 1972. Cependant, au début de l'année, l'amélioration fut assez hésitante du fait que le retour attendu d'un important volume de capitaux à court terme ne se produisit pas aux États-Unis, notamment en raison de l'écart entre les taux d'intérêt dans ce pays et en Europe, qui demeura assez sensible jusque vers la fin du printemps. Des afflux considérables de capitaux liquides entraînèrent une hausse des nouveaux cours d'un certain nombre de monnaies européennes et du yen japonais; début mars, la plupart de ces devises avaient presque atteint leur cours plafond vis-à-vis du dollar américain. Passé cette période, les tensions s'atténuèrent et l'ensemble du système retrouva une certaine stabilité. Les écarts entre taux d'intérêt s'amenuisant au cours du deuxième trimestre, on vit s'amorcer un retour des capitaux aux États-Unis et une baisse des principales devises d'outre-mer par rapport à la monnaie américaine, encore qu'elles aient continué, dans la plupart des cas, à être cotées nettement au-dessus de leur parité centrale.

La semaine qui précéda l'adoption du cours flottant pour la livre, au mois de juin, fut marquée par des sorties massives de capitaux à court terme hors

in Italy on 22 January in which the financial lira quickly fell to a 7 per cent discount. Strong upward pressure on the Swiss franc also developed in January, and led to the floating of that currency on 23 January. The Deutsche Mark was then subjected to intense upward pressure. On 12 February a further major realignment of currencies was announced, involving a 10 per cent devaluation of the U.S. dollar and the floating of the yen and the lira.

Despite the adverse swing in the current account of the United States in 1972, the over-all U.S. payments position was in general greatly strengthened in relation to 1971. The change from large speculative outflows of short-term funds in 1971 to a modest return flow in 1972 represented a significant improvement. In addition, the net outflow on long-term account was reduced from \$6.6 billion to about \$2 billion, chiefly as a result of a much lower level of direct investment abroad by U.S. corporations and some increase in foreign direct investment in the United States.

In a number of overseas countries, measures of exchange control were introduced or strengthened during the course of the year. Since purchases of stocks, bonds and real assets were clearly an important element in speculative flows in some instances, these measures involved, in most cases, some degree of restriction of longer-term flows as well as short-term capital movements. In Germany, in addition to existing restrictions on banking flows, a deposit requirement against corporate borrowing abroad was introduced in February of last year. The restrictions were tightened and extended to some longer-term forms of capital in July, and further tightened and broadened in scope when a fresh speculative inflow began early this year. Similar measures were adopted in Switzerland and Austria during 1972, while in Italy action was directed chiefly against short-term outflows. Existing United Kingdom exchange controls, covering all capital movements, were extended at the time of the sterling float to all former members of the Sterling Area, except Ireland.

Table II shows the effect of the current account developments and capital flows described above upon international reserves. The total rise in official international liquidity in 1972 was \$21 billion, or 16 per cent, as against a 43 per cent increase in 1971. Half of the total increase, some \$10 billion, was accounted for by the financing of the over-all deficit of the United States through an increase in U.S. liabilities to foreign official agencies. A further \$3.2 billion was accounted for by the third annual allocation of Special Drawing Rights on 1 January 1972. The

du Royaume-Uni. La forte hémorragie de réserves subie en quelques jours décida les autorités britanniques à laisser flotter la monnaie nationale. Les autres monnaies de la zone sterling qui n'étaient pas rattachées à l'or ou au dollar américain, notamment la livre irlandaise, suivirent les fluctuations de la livre; la plupart le font encore à l'heure actuelle. Le rand sud-africain fut de nouveau rattaché au dollar américain vers la fin d'octobre, à un niveau d'environ 4% supérieur à son cours flottant de l'époque. Le dollar australien, qui avait déjà été rattaché à la devise américaine après la dévaluation de la livre en 1967, fut réévalué, fin décembre, d'à peu près 7% par rapport à son cours du marché.

La crise de la livre provoqua momentanément une hausse de la plupart des autres principales monnaies européennes et du yen japonais, une détente se faisant sentir en juillet. Malgré les mesures compensatoires prises par les autorités nipponnes, le Japon continua d'enregistrer de temps à autre des entrées de capitaux spéculatifs. Mis à part le yen, les principales devises d'outre-mer s'affaiblirent quelque peu à partir du mois d'août par rapport au dollar américain, et il semble qu'un certain volume de capitaux ait réintégré les États-Unis au dernier trimestre de l'année dernière. Les pressions spéculatives reprirent en janvier 1973, d'abord contre la lire italienne. Rome instaura le 22 janvier un double marché des changes sur lequel la lire financière accusa bientôt une décote de 7%. On assista également en janvier à de fortes pressions à la hausse sur le franc suisse, que les autorités décidèrent, le 23, de laisser flotter. Ce fut ensuite au tour du deutsche mark d'être soumis à une forte spéculation. Le 12 février, enfin, devait être annoncé un nouveau réalignement d'importance, qui comportait une dévaluation de 10% du dollar américain et la mise en flottage du yen et de la lire.

Malgré l'évolution défavorable de leur balance courante en 1972, les États-Unis ont de façon générale beaucoup amélioré leur situation globale des paiements par rapport à 1971. Le fait que les grosses sorties de capitaux à court terme enregistrées en 1971 aient fait place en 1972 à des rentrées de fonds, même modestes, constitue un progrès notable. En outre, les sorties nettes de capitaux à long terme ont été ramenées de 6.6 à environ 2 milliards de dollars, surtout grâce à une nette diminution des investissements directs des entreprises américaines à l'étranger, conjuguée à une légère progression des investissements directs des non-résidents aux États-Unis.

Dans nombre de pays d'outre-mer, les autorités ont, au cours de l'année, institué des mesures de contrôle des changes ou renforcé les dispositions existantes. Les achats d'actions, d'obligations et de biens-fonds s'étant révélés dans certains cas un important facteur de mouvements spéculatifs, les

Table II  
Tableau IIOfficial international reserves  
Réserves officielles de liquidités internationales

		In terms of billions of U.S. dollars En milliards de dollars É.-U.			
		As at 31 December Au 31 décembre		Changes in Variations en :	
		1971* 1971*	1972 1972	1971 1971	1972 1972
RESERVE ASSETS AND OFFICIAL LIABILITIES OF THE UNITED STATES		13.2	13.2	-2.3	
Assets		50.7	60.8	27.4	10.1
Liabilities to foreign agencies					
Official reserve transactions deficit				29.8	10.1
RESERVE ASSETS OF OTHER COUNTRIES					
Germany		18.4	23.4	3.3	5.0
Japan		15.4	18.4	9.3	3.0
Australia		3.3	6.1	1.4	2.8
Spain		3.2	5.0	1.2	1.8
France		8.3	10.0	2.6	1.8
Brazil		1.7	3.3E	0.4	1.6E
Netherlands		3.8	4.8	0.3	1.0
Seven oil-producing countries†		7.6	9.7E	2.6	2.1E
Italy		6.8	6.1	0.9	-0.7
United Kingdom		8.8	5.6	5.3	-3.2
Other IMF members		41.8	48.2E	4.2	6.3E
Total other countries of which:		119.1	140.6E	31.5	21.5E
Foreign exchange		79.6	98.5E	29.2	18.9E
AVOIRS ET ENGAGEMENTS OFFICIELS DES ÉTATS-UNIS					
Avoirs					
Engagements à l'égard d'organismes officiels étrangers					
Solde débiteur des opérations, en termes de règlements officiels					
AVOIRS OFFICIELS D'AUTRES PAYS					
Allemagne					
Japon					
Australie					
Espagne					
France					
Brésil					
Pays-Bas					
Sept pays producteurs de pétrole†					
Italie					
Royaume-Uni					
Autres pays membres du F.M.I.					
Total - «Autres pays» dont:					
en devises					

\*Including valuation adjustments reflecting rise in official gold price from U.S.\$35 to \$38 per ounce, and \$2.25 billion of U.K. assets swapped forward and run down in 1972.

†Iran, Iraq, Kuwait, Libya, Nigeria, Saudi Arabia and Venezuela.

\*Compte tenu des réévaluations dues au relèvement du prix de l'or, de 35 dollars É.-U. à 38 dollars É.-U. l'once, et d'avoirs d'un montant de 2,25 milliards de dollars reportés par le Royaume-Uni en 1972 et utilisés en 1972.

†Iran, Iraq, Kuwait, Libye, Nigéria, Arabie Saoudite et Venezuela.

balance of approximately \$6 billion can be assumed to be accounted for by transfers of U.S. dollars already held abroad from private to official holders and/or by increases in official holdings of currencies other than U.S. dollars. The size of the increase in total international liquidity has been a factor in the failure to achieve international agreement, to the present time, on a fourth allocation of SDRs in 1973.

In a move towards closer monetary union the six original member countries of the EEC and the four applicant countries (the United Kingdom, Ireland, Denmark and Norway) agreed, starting in late April

mesures en question ont comporté la plupart du temps une certaine limitation des mouvements de capitaux aussi bien à long qu'à court terme. En Allemagne, les restrictions relatives aux dépôts bancaires des non-résidents furent complétées, en février 1972, par l'institution d'un dépôt obligatoire pour tout emprunt fait à l'étranger par une entreprise allemande. Ces restrictions furent renforcées et étendues, d'abord en juillet à l'égard de certaines formes de capitaux à long terme, puis au début de 1973 alors que s'amorçait un nouvel afflux de capitaux spéculatifs. Des mesures semblables furent prises en 1972 par la Suisse et par l'Autriche, tandis que les autorités

1972, to maintain margins of fluctuations between their currencies within a 2½ per cent band (the "snake") as against the 4½ per cent band (the "tunnel") widely adopted by members of the IMF after the Smithsonian Agreement. The scheme encountered serious difficulties during 1972, arising in part from the disparate movements in the payments positions of the participant countries and their limited success in achieving co-ordination of their domestic economic policies.

The fundamental problem of the international monetary system continues to be, as it has been for some years, a very unsuitable distribution of current account balances among the major trading countries: the balances of Japan and some of the continental members of the EEC being much too strong and that of the United States being much too weak. Major forces are at work to correct these imbalances, but a good deal of time is required for them to have their full effect, and in the meantime confidence in their adequacy waxes and wanes. The question of what changes in the agreed practices of individual countries and of the international financial institutions can be made to help the adjustment of the present imbalances and to prevent the re-emergence of other large imbalances in the future is now under extensive review by a Committee of the Board of Governors of the IMF, the Committee of Twenty on International Monetary Reform and Related Matters. This Committee is composed of twenty Finance Ministers representing between them all of the 125 member countries of the Fund. The Committee is being assisted by a committee of Deputies, who are now well into a review of the major aspects of the problem with particular emphasis on possible ways of improving the process of adjusting payments imbalances. The Committee is aiming at the completion of a draft outline of international monetary reform before the next Annual Meeting of the IMF in September of this year.

italiennes s'attaquaient principalement aux sorties de capitaux à court terme. Enfin, les mesures de contrôle des changes qui régissaient déjà, au Royaume-Uni, tous les mouvements de capitaux furent étendues, lors de la mise en flottage de la livre, à tous les pays anciennement membres de la zone sterling, excepté l'Irlande.

Le Tableau II montre l'incidence de l'évolution des paiements courants et des mouvements de capitaux, dont nous venons de parler, sur les réserves internationales. Globalement, celles-ci ont augmenté en 1972 de 21 milliards de dollars, soit de 16%, contre 43% en 1971. Cet accroissement provient pour moitié – soit environ 10 milliards de dollars – de ce que les États-Unis ont financé leur déficit global par un accroissement de leurs engagements à l'égard d'organismes officiels étrangers. La troisième allocation annuelle de Droits de tirage spéciaux, effectuée le 1<sup>er</sup> janvier 1972, représente une autre partie – 3.2 milliards – de cet accroissement. Le solde d'environ 6 milliards a probablement pour origine l'acquisition par des organismes officiels de dollars É.-U. détenus à l'étranger par le secteur privé ou l'augmentation des avoirs officiels en devises autres que le dollar É.-U. L'ampleur de cet accroissement des liquidités internationales est l'une des raisons pour lesquelles on n'a pu s'entendre, jusqu'ici, sur une quatrième allocation de Droits de tirage spéciaux en 1973.

En vue de favoriser leur intégration monétaire, les six pays fondateurs de la C.E.E. et les quatre dont la demande d'adhésion était à l'étude (le Royaume-Uni, l'Irlande, le Danemark et la Norvège) convinrent de maintenir leur monnaie, dès la fin d'avril 1972, dans une marge de fluctuation de 2½% (le «serpent») et non plus dans la bande de 4½% (le «tunnel») généralement adoptée par les pays membres du F.M.I. à la suite de l'accord «smithsonien». Ce système s'est heurté à de sérieuses difficultés en 1972, notamment parce que la situation des paiements des pays en cause a évolué différemment et que les efforts de coordination des politiques économiques nationales n'ont connu qu'un succès limité.

Le problème fondamental du système monétaire international est toujours le même depuis quelques années: il tient au déséquilibre existant entre les soldes des paiements courants des grands pays commerçants, ceux du Japon et de certains pays d'Europe continentale membres de la C.E.E. étant beaucoup trop forts, celui des États-Unis beaucoup trop faible. Des moyens puissants sont en œuvre en vue de corriger ces déséquilibres, mais ils ne peuvent produire leurs pleins effets avant un certain temps; dans l'intervalle, la confiance en leur efficacité passe par des hauts et des bas. Les changements à

apporter aux pratiques courantes des divers pays et des institutions financières internationales pour corriger les graves déséquilibres actuels et éviter que d'autres ne surgissent à l'avenir sont une question étudiée très attentivement en ce moment par un Comité du Conseil des Gouverneurs du F.M.I., le Comité des Vingt pour la réforme du système monétaire international et les questions connexes. Ce Comité est composé de vingt ministres des finances représentant les 125 pays membres du Fonds. Il est secondé par un groupe de Suppléants qui procèdent maintenant à un examen approfondi des principaux aspects du problème et se penchent tout spécialement sur les moyens d'améliorer les méthodes servant à corriger les déséquilibres des paiements. Le Comité s'est fixé pour tâche de terminer la rédaction d'un projet de réforme à temps pour la prochaine Réunion annuelle du F.M.I. en septembre de cette année.

## Staff research studies

From time to time since 1969 the Bank of Canada has issued staff studies dealing primarily with questions of professional interest to economists engaged in applied research. Summaries of these reports are carried on a regular basis in the Review. A summary of a forthcoming study, No. 8, appears below. Persons wishing to receive this study may obtain single copies by writing to the Secretary's Department, Bank of Canada, Ottawa, K1A 0G9.

The views expressed in the studies are the personal views of the authors and no responsibility for them should be attributed to the Bank of Canada. Studies issued to date have been published in the original language only but they include a preface in both languages. Titles of the studies that have been published are carried in the list of other Bank of Canada publications in the back pages of the Review.

### 8. An approach to the choice of optimal policy using large econometric models — *Economic models* — *Summary of a staff study*

Robert S. Holbrook

The technical problem examined in this study is one that arises in connection with the use of large-scale econometric models as an aid in studying questions of economic policy. The author develops an iterative technique that permits the optimization of a criterion function when its arguments are imbedded in a large-scale nonlinear econometric model. The method consists essentially of successive minimizations of a quadratic loss function under a linear constraint, but the final solution reflects all the constraints imposed by the true model.

After a brief resumé of some of the background literature, the report describes the process of minimizing a quadratic loss function under a linear constraint for a very simple case. This simple case is then extended to a nonlinear constraint, and the iterative technique is introduced. Following a numerical example based on the same elementary version, the technique is presented once again, this time in its completely general form.

## Travaux de recherche

Depuis 1969, la Banque du Canada publie de temps à autre des études portant sur des sujets très spécialisés, qui intéressent principalement les économistes se consacrant à la recherche appliquée. Des résumés de ces travaux paraissent à l'occasion dans la Revue. Le texte qui suit donne un aperçu de l'étude no 8, qui paraîtra prochainement. Les intéressés peuvent en obtenir le texte intégral sur demande écrite adressée au Secrétariat, Banque du Canada, Ottawa K1A 0G9.

Les opinions exprimées dans ces études sont strictement personnelles et n'engagent aucunement la Banque du Canada. Les travaux parus jusqu'ici ont été publiés dans la langue employée par leurs auteurs, mais comportent une préface dans les deux langues officielles. Les titres des travaux parus sont indiqués chaque mois, à la fin de la Revue, sous la rubrique «Autres publications de la Banque du Canada».

### 8. An approach to the choice of optimal policy using large econometric models

Robert S. Holbrook

Le problème technique abordé dans ce travail se rattache à celui de l'utilisation de modèles économétriques de grande envergure dans l'étude des questions de politique économique. L'auteur expose une technique itérative qui permet d'optimiser une fonction objective dont les arguments sont incorporés à un vaste modèle non linéaire. La méthode consiste essentiellement à rechercher le minimum, par processus itératif, d'une fonction quadratique de perte soumise à une contrainte de type linéaire, bien que la solution finale tienne compte de toutes les contraintes imposées par le modèle réel.

Après un bref résumé de quelques travaux de référence, l'auteur décrit la façon de minimiser une fonction quadratique de perte soumise à une contrainte linéaire dans un cas extrêmement simple. Celui-ci est ensuite étendu par l'introduction d'une contrainte non linéaire, et la technique itérative entre en jeu. Après un exemple numérique fondé sur le même cas élémentaire, la technique est présentée de nouveau, cette fois sous sa forme la plus générale.



The optimization method was applied to RDX2 (Research Department 'Xperimental' Model - Version 2) in a number of experiments, the results of which are described in the study. The practical application of the technique to real world problems is discussed in the concluding section of the paper. The appendix contains a discussion of an alternative approach.

Cette méthode d'optimisation a été appliquée au modèle RDX2 (*Research Department 'Xperimental' Model - Version 2*) dans un certain nombre d'expériences dont quelques résultats sont décrits dans le travail. Celui-ci se termine par une étude de la valeur de cette technique lorsqu'on veut l'appliquer aux problèmes réels. L'annexe est consacrée à la discussion d'une autre méthode possible.

## Record of press releases

Major press statements issued by the Bank of Canada and selected other official releases of related interest are published below.

### Bank of Canada

1 February 1973

The directors of the Bank of Canada announced today the appointment of Gerald K. Bouey as Governor of the Bank. Mr. Bouey is appointed for a term of seven years commencing February 1st, 1973, and, pursuant to Section 6(1) of the Bank of Canada Act, the appointment has been approved by the Governor in Council.

Mr. Bouey, who has been Senior Deputy Governor since January 1st, 1972, succeeds Mr. Louis Rasminsky as Governor. Mr. Rasminsky's resignation was announced by the directors last November. On the occasion of his retirement, after more than 11 years as Governor, the directors again paid tribute to the distinguished contribution he had made to Canadian financial and public affairs in 32 years of association with the Bank.

Concurrent with his appointment as Governor of the Bank of Canada, Mr. Bouey becomes President of the Industrial Development Bank. He has been a member of the Board of Directors and of the Executive Committee of both institutions since his appointment as Senior Deputy Governor.

As a Deputy Governor from 1969 to 1971 Mr. Bouey had a major responsibility for the Bank's open market operations, debt management activities and the supervision of capital markets. Mr. Bouey served as an Adviser to the Governors from 1965 to 1969. He has had close contacts throughout on behalf of the central bank with the chartered banks, investment dealers and financial institutions.

Although most of his career has been devoted to domestic monetary and economic affairs, Mr. Bouey has represented the Bank of Canada at numerous meetings of central bankers in the United States and Europe. He has served on Canadian delegations at various international conferences. He has also represented the Bank at many Federal-Provincial meetings.

Mr. Bouey was born in Axford, Saskatchewan, in 1920, son of Mr. and Mrs. J. A. Bouey, now living in Regina. Mr. Bouey's childhood was spent in the Weyburn area, partly on the farm and partly in the small community of Trossachs where his father operated a grain elevator. He received his public and high school education there. When it came time at 16 to look for employment he turned to banking rather than farming - "mainly because there wasn't much growing in those days". The first time he was ever in a bank was to apply for a job at the Royal Bank branch in Weyburn in 1936. He was a ledgerkeeper and teller for the next four and a half years in Ogema, Moosomin and Lloydminster.

In the spring of 1941 he joined the R.C.A.F. in Saskatoon as an Aircraftsman, second class, and served overseas from 1942 to 1945, mainly as a Flying Control Officer in Bomber Command. He was discharged with the rank of Flight Lieutenant. In 1945, on return to Canada, he married the former Anne Margaret Ferguson of

## Communiqués reproduits à titre documentaire

On trouvera sous cette rubrique les principaux communiqués de la Banque du Canada et des communiqués d'autres sources officielles sur des sujets connexes.

### Banque du Canada

le 1<sup>er</sup> février 1973

Les administrateurs de la Banque du Canada ont annoncé aujourd'hui la nomination de M. Gerald K. Bouey au poste de Gouverneur de la Banque; le mandat de M. Bouey est de sept ans et prend effet au 1<sup>er</sup> février 1973. Conformément à l'article 6(1) de la Loi sur la Banque du Canada, cette nomination a été approuvée par le Gouverneur en conseil.

Premier sous-gouverneur depuis le 1<sup>er</sup> janvier 1972, M. Bouey succède, à la tête de la Banque, à M. Louis Rasminsky. La démission de ce dernier avait été annoncée en novembre 1972 par les administrateurs. A l'occasion du départ de M. Rasminsky, qui a assumé pendant plus de onze ans les fonctions de Gouverneur, les administrateurs ont tenu à souligner encore une fois les services qu'il a rendus dans le domaine de la finance et des affaires publiques du Canada au cours de ses trente-deux années à la Banque.

La nomination de M. Bouey au poste de Gouverneur de la Banque du Canada lui confère également la présidence de la Banque d'Expansion Industrielle. Il siégeait déjà, en qualité de Premier sous-gouverneur, au Conseil d'administration et au Comité de direction de ces deux institutions.

De 1969 à 1971, M. Bouey a assumé, à titre de sous-gouverneur, des responsabilités de premier plan dans les opérations d'open-market de la Banque, la gestion de la dette publique et la supervision des marchés financiers. Il a été conseiller des Gouverneurs de 1965 à 1969 et a toujours entretenu, au nom de la banque centrale, des relations étroites avec les banques à charte, les négociants en valeurs mobilières et les institutions financières.

Bien qu'il se soit surtout consacré aux questions monétaires et économiques intérieures, M. Bouey a représenté la Banque du Canada à de nombreuses réunions de délégués des banques centrales, tant aux États-Unis qu'en Europe. Il a également été membre de diverses délégations canadiennes à des conférences internationales et a représenté la Banque à maintes réunions fédérales-provinciales.

M. Bouey est né à Axford, en Saskatchewan, en 1920; ses parents, M. et Mme J. A. Bouey, habitent maintenant Regina. Il a passé sa jeunesse dans la région de Weyburn, tantôt à la ferme, tantôt dans la petite localité de Trossachs où son père exploitait un élevateur à grain et où il fit lui-même ses études primaires et secondaires.

Lorsqu'il se mit en quête d'un travail, à seize ans, il choisit la banque plutôt que l'agriculture (principalement parce que ça ne poussait pas fort dans ce temps-là). La première fois qu'il mit les pieds dans une banque, ce fut pour postuler un emploi à la succursale de la Banque Royale à Weyburn, en 1936; pendant les quatre années et demie qui suivirent, il fut caissier et préposé aux écritures à Ogema, Moosomin et Lloydminster.

Au printemps de 1941, il s'enrôla à Saskatoon dans l'Aviation Royale Canadienne comme aviateur de seconde classe et servit outre-mer de 1942 à 1945, principalement comme officier de la direction du vol au Service de bombardement. Il fut rendu à la vie civile avec le grade de lieutenant d'aviation.

Moosomin and entered Queen's University. Specializing in economics and mathematics, he was awarded the University's Economics Medal on graduation in 1948.

Mr. Bouey joined the Research Department of the Bank of Canada that same year. He was appointed an Assistant Chief in the Research Department in 1953, Deputy Chief in 1956 and Chief in 1962. Financial developments and monetary affairs were the area of his main responsibility during this period of his career in the Bank. He took an active part in the Bank Act revision of 1954 and in the Bank's submission to and appearance before the Royal Commission on Banking and Finance leading up to the 1967 revision of the Bank Act and Bank of Canada Act.

Mr. and Mrs. Bouey reside in Ottawa. They have two children, Mrs. Kathryn North and Robert. Mr. Bouey's recreations are golf and curling. And for six months of the year his passion is football; as a fan and follower he describes himself as fanatical.

En 1945, de retour au Canada, il épousa M<sup>me</sup> Anne Margaret Ferguson, de Moosomin, et reprit ses études à l'Université Queen's, où il se spécialisa en sciences économiques et en mathématiques. Lors de la collation de son diplôme, en 1948, il obtint la médaille de l'Université pour les sciences économiques.

M. Bouey entra la même année au service de la Banque du Canada, au Département des recherches, dont il devint chef adjoint en 1953, sous-chef en 1956 et chef en 1962. Il s'occupait principalement, durant toute cette période, de l'évolution financière et des questions monétaires. Il participa activement à la révision de la Loi sur les banques en 1954 ainsi qu'à la préparation des Mémoires présentés par la Banque à la Commission royale d'enquête sur le système bancaire et financier, qui a servi de base, en 1967, à la révision de la Loi sur les banques et de la Loi sur la Banque du Canada. Il fut également appelé à témoigner devant cette Commission.

M. et M<sup>me</sup> Bouey habitent Ottawa. Ils ont deux enfants, M<sup>me</sup> Kathryn North et Robert. M. Bouey a deux passe-temps favoris, le golf et le curling. Mais, pendant six mois, il se passionne pour le football; il se déclare même fanatique lorsqu'il s'agit de soutenir son équipe préférée ou de suivre la compétition.

## Charts

- S2 Fiscal policy and monetary aggregates
- S2 Chartered banks
- S4 Interest rates
- S6 Government of Canada direct and guaranteed securities outstanding
- S7 Financing of governments and business
- S8 National accounts
- S9 Selected economic indicators
- S10 Labour market
- S12 Prices
- S13 Incomes and costs
- S14 External trade
- S15 Canadian balance of international payments

## Graphiques

- S2 Politiques financières et agrégats monétaires
- S2 Banques à charte
- S4 Taux d'intérêt
- S6 Encours des titres émis ou garantis par le gouvernement canadien
- S7 Financement des gouvernements et des entreprises
- S8 Comptes nationaux
- S9 Quelques indicateurs économiques
- S10 Marché du travail
- S12 Prix
- S13 Revenus et coûts
- S14 Commerce extérieur
- S15 Balance canadienne des paiements

Symbols used in the charts  
A arithmetic scale  
L logarithmic scale

Abréviations utilisées dans les graphiques  
A échelle arithmétique  
L ordonnées logarithmiques

# Bank of Canada Review

MARCH 1973

- 3 Recent financial developments
- 21 Record of press releases

## Charts and statistics

- S1 Charts—index
- S17 Statistical tables—index
- S20 Major financial and economic indicators
- S25 Government of Canada fiscal position
- S26 Banking statistics
- S49 Capital markets and interest rates
- S74 Financial institutions other than banks
- S91 General economic statistics
- S107 External trade and international statistics
- S132 Notes to tables
- S170 Articles and speeches:  
March 1972 to February 1973

# Revue de la Banque du Canada

MARS 1973

- 3 L'évolution récente de la situation financière
- 21 Communiqués reproduits à titre documentaire

## Graphiques et tableaux statistiques

- S1 Liste des graphiques
- S17 Liste des tableaux statistiques
- S20 Principaux indicateurs financiers et économiques
- S25 Trésorerie du gouvernement canadien
- S26 Statistiques bancaires
- S49 Les marchés de capitaux et les taux d'intérêt
- S74 Les institutions financières non bancaires
- S91 Statistiques économiques diverses
- S107 Commerce extérieur et statistiques internationales
- S132 Notes explicatives concernant les tableaux
- S170 Articles et allocutions:  
De mars 1972 à février 1973

The Bank of Canada Review is published monthly under the direction of an Editorial Board composed of the following: Bernard Drabble, chairman; Dorothy Powell, editor; Grey Hamilton; Douglas Humphreys; Robert Johnstone; Alain Jubinville; Ross Wilson. Responsibility for the editorial content of the Review rests with this Board.

La Revue de la Banque du Canada est publiée mensuellement sous la direction d'un Comité de rédaction composé de M. Bernard Drabble, président, de M<sup>lle</sup> Dorothy Powell, directrice de la rédaction, et de MM. Grey Hamilton, Douglas Humphreys, Robert Johnstone, Alain Jubinville et Ross Wilson. La responsabilité des pages de rédaction incombe au Comité.

### Cover: Franco-American jeton

In the days before adding machines and other automatic calculators, Europeans used jetons or counters for carrying out simple arithmetical calculations. For example, if livres, sols and deniers were being added in France or pounds, shillings and pence in England, a box with three compartments would be used, one for each denomination. Jetons would be dropped into the respective compartments as the amounts to be added were given. When there were twelve jetons in the denier (penny) compartment, they were removed and a jeton placed in the sol (shilling) compartment, and when there were 20 sols (shillings) they were removed and a jeton placed in the livre (pound) compartment. Jetons were coin-like in appearance although they did not have any denomination. They were usually struck in brass or copper but occasionally silver and even gold were used. Many were beautifully designed pieces struck to honour distinguished individuals or to commemorate important events. During the reign of Louis XV the French mint issued a series of copper and silver jetons to commemorate the colonization of Canada and Louisiana and to recognize the importance of the increasing trade with the New World. All of these jetons bore a bust of Louis XV on the obverse and a design relating to the New World on the reverse. The jeton illustrated on the front cover is dated 1754 and shows two beavers at work building a dam. The inscription "NON INFERIORA METALLIS" points out that beaver skins were no less valuable than precious metals. This is believed to be the earliest use of a beaver on a numismatic item relating to Canada. This jeton is in the Bank of Canada's Numismatic Collection. Photography by John Evans, Ottawa.

### Subscriptions

Canada and the United States: \$10.00 per annum; \$25.00 for three years. All other countries: \$12.00 per annum; \$30.00 for three years.  
Public Libraries, Libraries of the Government of Canada and of Canadian provincial and municipal Governments (including Crown corporations and agencies), Libraries of Canadian and foreign educational institutions: one half of the regular rate.  
Subscription rates include the cost of postage at third class rates in Canada and the United States, airtail for other countries.  
Reprints of articles are available in packages of ten copies at a price of \$1.00.  
Individual copies of the Review may be obtained at all Bank of Canada Agencies at a price of \$1.00 per copy.  
Remittances should be made payable to the Bank of Canada, collectable in Canadian currency.  
Correspondence should be addressed to: Bank of Canada Review,  
Bank of Canada,  
Ottawa K1A 0G9,  
Canada

The content of the Review may be reproduced or referred to provided that the Bank of Canada Review, with its date, is specifically quoted as the source.

### Couverture: Jeton franco-américain

Avant l'apparition des additionneuses et autres calculatrices, les opérations arithmétiques courantes s'effectuaient en Europe à l'aide de jetons. Par exemple, pour additionner des livres, des sols et des deniers en France ou des livres, des shillings et des pence en Angleterre, on se servait d'une boîte à trois compartiments, un par type de pièce. À mesure qu'on énumérait les montants à additionner, on déposait des jetons dans les cases correspondantes. Lorsque la case des deniers (ou, selon le cas, des pennies) comptait douze jetons, on les ôtait pour placer un jeton dans le compartiment des sols ou des shillings; de même, lorsque ce compartiment contenait vingt jetons, on le vidait pour en mettre un dans la case des livres. Ces jetons avaient l'apparence de pièces de monnaie mais ne portaient aucune indication de valeur. Généralement en laiton ou en cuivre, ils étaient aussi parfois en argent, voire en or. Nombre d'entre eux, gravés avec goût, furent frappés pour rendre hommage à des personnages de marque ou rappeler de grands événements. Sous le règne de Louis XV, la Monnaie royale émit une série de jetons en cuivre et en argent pour commémorer la colonisation du Canada et de la Louisiane et souligner l'importance croissante du commerce avec le Nouveau Monde. Tous ces jetons portent, à l'avant, un portrait de Louis XV en buste et, au revers, une illustration évoquant le Nouveau Monde. L'échantillon reproduit sur la couverture est au millésime de 1754 et représente deux castors en train de construire une digue. La légende «NON INFERIORA METALLIS» souligne que les peaux de castor n'avaient pas moins de valeur que les métaux précieux. Nous avons là, semble-t-il, la première représentation connue du castor sur un article numismatique se rapportant au Canada. Le jeton fait partie de la Collection numismatique de la Banque du Canada. Photographie: John Evans, Ottawa.

### Abonnements

Canada et États-Unis: 1 an, \$10; 3 ans, \$25. Tous autres pays: 1 an, \$12; 3 ans, \$30.  
Bibliothèques publiques, bibliothèques du gouvernement canadien, des gouvernements provinciaux et municipaux du Canada (y compris celles des sociétés et agences de la Couronne), bibliothèques des établissements d'enseignement au Canada ou à l'étranger: demi-tarif pour les exemplaires expédiés sous un seul pli.  
L'abonnement comprend les frais de port, par courrier de troisième classe au Canada et aux États-Unis, par avion pour les autres pays.  
On pourra se procurer des tirés à part d'articles parus dans la Revue, au prix de \$1 le paquet de 10 exemplaires.  
On pourra également se procurer des exemplaires de la Revue à toutes les agences de la Banque du Canada, au prix de \$1 chacun.  
 Paiement à l'ordre de la Banque du Canada.  
 Adresser toute correspondance à: La Revue de la Banque du Canada  
Banque du Canada  
Ottawa K1A 0G9  
Canada

Reproduction autorisée à condition que la source - Revue de la Banque du Canada, mois et année - soit formellement indiquée.

## Recent financial developments

### Finance

Conditions in Canadian financial markets remained relatively easy in 1972. The public's holdings of money and other liquid assets increased substantially, as they had in 1971. This expansion of liquidity in the economy facilitated the accommodation of a substantial volume of borrowing without any significant tightening of credit conditions, although there was more recourse to foreign bond markets than in 1971.

Most long-term interest rates in Canada rose appreciably in the early months of 1972 but these increases were partially reversed in the latter part of the year. Mortgage interest rates began to increase somewhat later than bond yields and they, too, eased towards year-end. In contrast, long-term interest rates in the United States showed comparatively little change during the year.

A more pronounced rise in short-term Canadian rates than in long-term rates continued until mid-May. Following the agreement among the banks in mid-June to limit rates paid on large short-term deposits, the structure of market rates for terms up to one year declined in line with the new chartered bank deposit rates and has since remained quite stable. Recently, the yield on Government of Canada treasury bills has increased and there has also been some upward movement in rates on Government bonds. In the United States there has been a more pronounced increase in the level of short-term interest rates.

The Bank of Canada's management of the banking system's cash reserves was designed to permit the banks to meet strong credit demands but not to encourage them to add to their holdings of liquid assets. In carrying out this policy the Bank of Canada had to take account of certain temporary disturbances of financial markets, particularly in the spring. These aspects of developments during the year have been discussed in the Annual Report of the Governor.

The rate of growth of chartered bank lending was even greater in 1972 than in the previous year. Lending by the non-bank financial intermediaries also expanded rapidly in 1972; indeed, the major assets of the

## L'évolution récente de la situation financière

Les marchés financiers canadiens ont de nouveau été marqués par une relative aisance en 1972. De même qu'en 1971, la monnaie et les autres avoirs liquides détenus par le public ont enregistré une forte progression. L'expansion de la liquidité qui en a résulté a facilité l'octroi d'un fort volume de financement sans resserrement significatif de la conjoncture du crédit, encore que les appels aux marchés obligataires étrangers aient été plus importants qu'en 1971.

La plupart des taux à long terme au Canada ont accusé, pendant les premiers mois de 1972, une hausse sensible qui s'est partiellement résorbée par la suite. La progression des taux des prêts hypothécaires s'est amorcée un peu plus tard que celle des taux de rendement des obligations, mais s'est également ralentie vers la fin de l'année. Par contre, le loyer de l'argent à long terme aux États-Unis a relativement peu varié au cours de l'année.

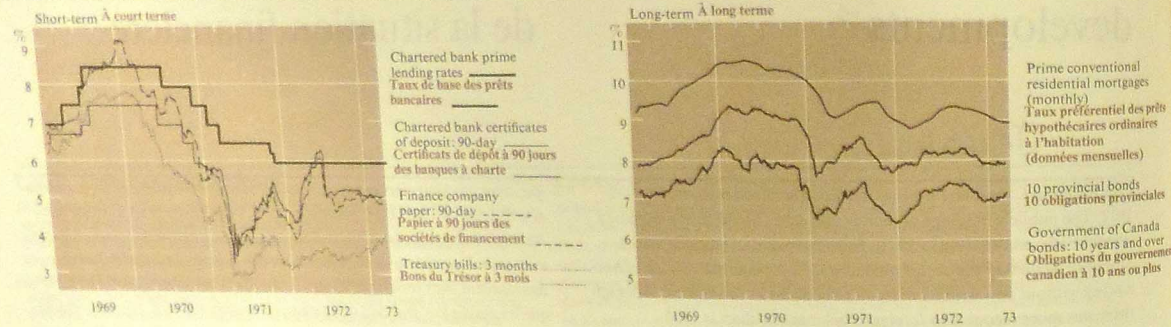
Jusqu'à la mi-mai, les taux à court terme ont augmenté plus vite au Canada que ceux du long terme. Puis, à la suite de l'accord conclu à la mi-juin entre les banques en vue de limiter les taux d'intérêt sur les gros dépôts à court terme, le loyer de l'argent à moins d'un an a fléchi parallèlement aux nouveaux taux créditeurs des banques, pour rester pratiquement stable depuis. Ces derniers temps, le rendement des bons du Trésor canadien s'est accru et celui des obligations du gouvernement a également manifesté une certaine tendance à la hausse. Aux États-Unis, le renchérissement de l'argent à court terme a été plus prononcé que chez nous.

La politique de gestion des réserves-encaisse pratiquée par la Banque du Canada visait à permettre aux banques de satisfaire une forte demande de crédit mais non à les encourager à accroître leurs portefeuilles d'avoirs liquides. Lors de la mise en œuvre de cette politique, la Banque a dû tenir compte de certaines perturbations de courte durée survenues sur les marchés financiers, spécialement au printemps. Cet aspect de l'évolution financière en 1972 a été étudié dans le Rapport annuel du Gouverneur.

L'expansion du crédit bancaire, déjà vive en 1971, s'est encore accélérée en 1972. Le volume des prêts accordés par les intermédiaires financiers autres

Chart I Interest rates  
Graphique I Taux d'intérêt

Canada  
Canada



International comparisons  
Comparaison avec quelques taux à l'étranger

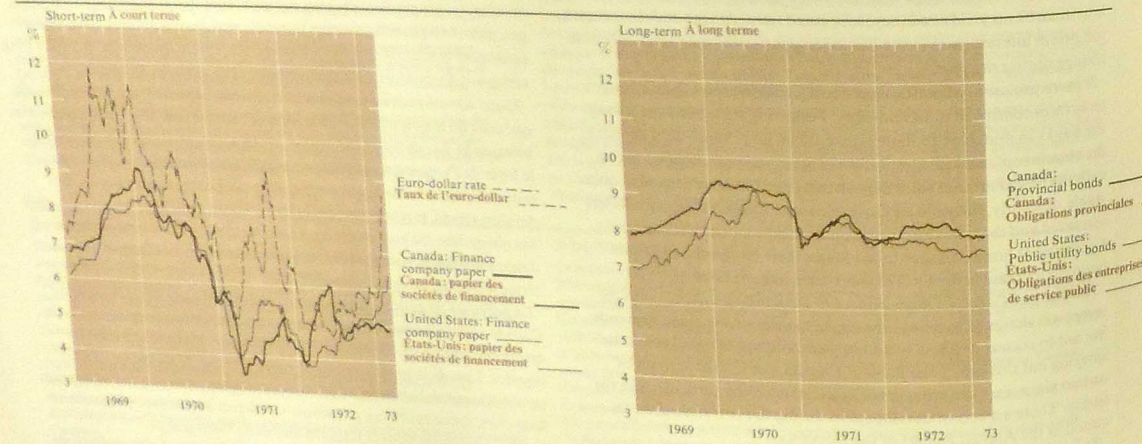


Chart II Chartered bank assets and liquidity  
Graphique II Avoirs et liquidités des banques à charte

Seasonally adjusted - average of Wednesdays / Données désaisonnalisées - Moyennes des mercredis



(1) Canadian liquid assets include cash, Government of Canada securities, day-to-day loans and call loans.  
(2) Total liquid assets include Canadian liquid assets and net foreign assets.  
(3) Ratio of Canadian liquid assets in excess of primary and secondary reserve requirements to total major assets.

(1) Les avoirs liquides canadiens comprennent l'encaisse, les titres du gouvernement canadien, les prêts au jour le jour et les prêts à vue sur titres.  
(2) L'ensemble des avoirs liquides comprend les avoirs liquides canadiens et les avoirs nets en monnaies étrangères.  
(3) Rapport: Excédent des réserves-encaisse et des réserves secondaires canadiennes sur le minimum requis. Ensemble des principaux avoirs.

deposit-taking institutions and of the sales finance and consumer loan companies increased more rapidly than in 1971. The ready availability of funds from all major financial institutions was the main element in the accommodation of the heavy volume of credit demands in 1972.

**Financing by major borrowers**  
The volume of financing obtained by the major non-financial borrowers, which had increased sharply in 1971 to \$15.1 billion, remained at roughly the same level in 1972. Compared with 1971, however, there were substantial changes in the amounts raised by different groups of borrowers and in the relative importance of different sources of funds. (These developments are summarized in Table I and Chart III; detailed information is provided in the Appendix Tables I to V.) Further sizeable increases in mortgage lending and in extensions of consumer credit in 1972, as well as a continued rise in the financing requirements of pro-

que les banques s'est lui aussi développé rapidement l'an dernier; de fait, les principaux avoirs des institutions de dépôt et des sociétés de financement ou de prêt à la consommation se sont accrus à un rythme supérieur à celui de 1971. La très forte demande de crédit en 1972 a pu être satisfaite sans difficulté, à la faveur surtout de la situation aisée des principales institutions financières.

**Le financement des principales catégories d'agents économiques**  
Les concours obtenus par les principaux agents économiques non financiers, Les concours obtenus par les principaux agents économiques non financiers, qui, par suite d'une vive progression, étaient passés en 1971 à 15.1 milliards de dollars, sont restés à peu près au même niveau en 1972. On remarque néanmoins, d'une année à l'autre, des différences marquées quant à la répartition du financement entre les différentes catégories d'agents et à l'importance relative des diverses sources de fonds. (Cette évolution est présentée

Table I Financing by major non-financial borrowers  
Tableau I Financement obtenu par les principales catégories d'agents économiques non financiers

FUNDS RAISED	Billions of dollars En milliards de dollars				MONTANT
	1969	1970	1971	1972	
Non-financial business	4.2	3.2	5.3	4.6 <sub>t</sub>	Entreprises non financières
Consumers	1.3	0.7	1.4	2.1 <sub>t</sub>	Consommateurs
Mortgage borrowers <sup>(1)</sup>	1.7	1.5	2.5	3.8 <sub>t</sub>	Emprunteurs hypothécaires <sup>(1)</sup>
Provinces and municipalities <sup>(2)</sup>	2.2	2.3	2.9	3.3	Provinces et municipalités <sup>(2)</sup>
Sub-total	9.4	7.7	12.1	13.8 <sub>t</sub>	Total partiel
Government of Canada	0.3	2.0	3.0	1.6	Gouvernement canadien
Total	9.6	9.7	15.1	15.3 <sub>t</sub>	Total
SOURCES OF FUNDS					PROVENANCE
Bank of Canada	0.2	0.2	0.6	0.6	Banque du Canada
Chartered banks					Banques à charte
Loans and mortgages	2.1	1.0	4.0	4.9	Prêts et prêts hypothécaires
Acquisitions of securities	-0.5	1.8	1.4	0.1	Achats de titres
Other financial institutions					Autres institutions financières
Loans and mortgages	2.3	1.4	2.2	3.7 <sub>t</sub>	Prêts et prêts hypothécaires
Acquisitions of securities	1.4	1.5	2.7	2.7 <sub>t</sub>	Achats de titres
Other residents	1.6	2.4	3.2	1.3 <sub>t</sub>	Autres résidents
Non-residents	2.5	1.4	1.1	2.1	Non-résidents
Total sources of funds	9.6	9.7	15.1	15.3 <sub>t</sub>	Total

(1) Excludes net mortgage lending by governments and their agencies, notably CMHC, which is reflected in the financing requirements of the respective governments.

(2) Includes government enterprises. Loans from the Government of Canada are excluded.

(1) Non compris l'augmentation des prêts hypothécaires consentis par les gouvernements et leurs organismes (notamment la S.C.H.L.), qui figure dans les besoins de financement des administrations intéressées.

(2) Y compris leurs entreprises. Sont exclus les prêts obtenus du gouvernement canadien.

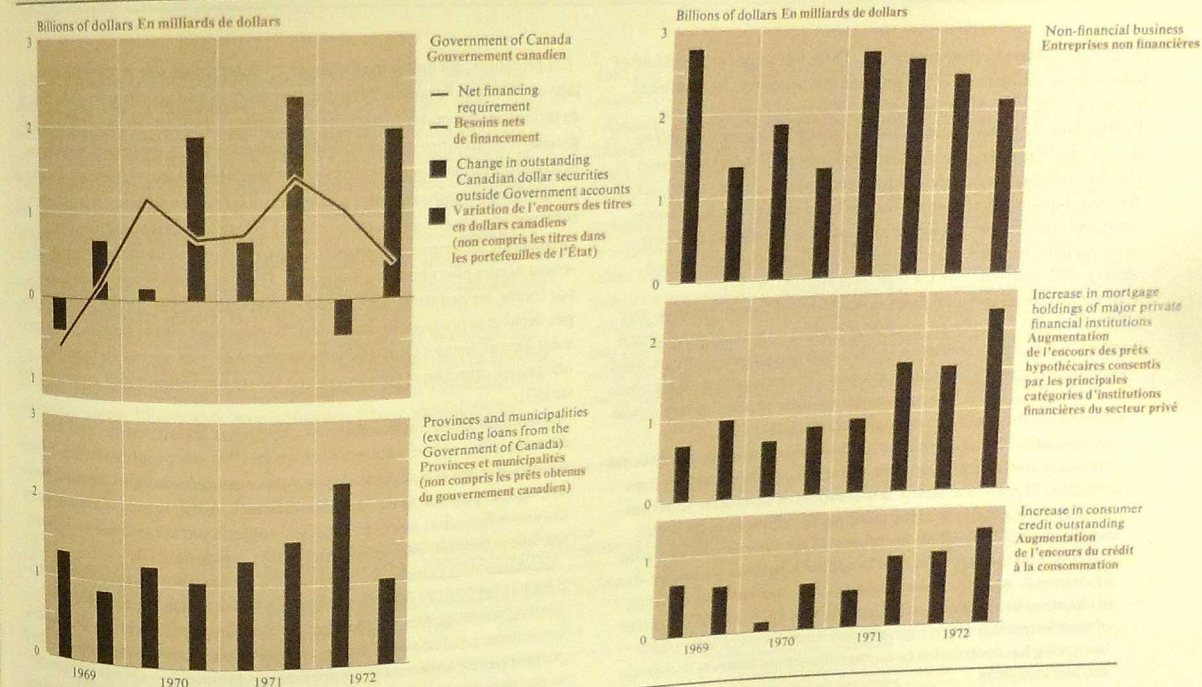
vincial and municipal governments and their enterprises, were almost offset by decreases in the amounts of funds raised by the business sector and by the federal Government. With respect to the sources of funds, there was an increase in the amount raised from non-residents and in funds provided by Canadian financial institutions, while financing obtained from other Canadian sources was appreciably lower than in 1971.

Net borrowing by the federal Government in 1972 amounted to \$1.6 billion, little more than one half as much as was raised in the previous year. The Government's financial requirements, excluding foreign exchange financing, were of roughly the same order in each calendar year but whereas in 1971 there had been a substantial use of Canadian dollars to finance purchases of foreign exchange assets, such transactions had

de façon synthétique au Tableau I et au Graphique III de l'article, et de manière plus détaillée dans les Tableaux I à V de l'Annexe.) En 1972, la nouvelle augmentation sensible des prêts hypothécaires et du crédit à la consommation ainsi que la progression continue des besoins de trésorerie des administrations provinciales-municipales et de leurs entreprises ont été presque entièrement compensées par la diminution du financement des entreprises privées et du gouvernement fédéral. En ce qui concerne l'origine des fonds, on a constaté en 1972 un accroissement des concours fournis par les non-résidents et par les institutions financières canadiennes et, parallèlement, un net recul des capitaux provenant d'autres sources canadiennes.

Les emprunts nets du gouvernement canadien ont atteint 1.6 milliard de dollars en 1972, soit un peu plus d'une fois et demie le montant recueilli

Chart III Funds raised by major non-financial borrowers  
Graphique III Financement obtenu par les principaux agents économiques non financiers



little effect on the Government's total financial requirements in 1972. There was also a much smaller increase in the Government's cash balances in 1972 than in the previous year. A net increase of \$1.2 billion in the outstanding amount of Canada Savings Bonds accounted for most of the funds raised by the Government, although the increase in the outstanding amount of treasury bills was somewhat greater than in 1971.

The increase in borrowing by provincial and municipal governments and their enterprises in 1972 reflected a widening of the deficit of provincial-municipal governments on a national accounts basis and higher

l'année précédente. Abstraction faite des montants requis pour les achats de devises étrangères, les besoins de trésorerie du gouvernement ont été sensiblement les mêmes au cours des deux années civiles; si un montant élevé de dollars canadiens a été affecté à l'acquisition de devises en 1971, ces opérations n'ont guère influé en 1972 sur l'ensemble des besoins de financement du gouvernement. L'accroissement des dépôts de l'État a été également de beaucoup inférieur en 1972 à celui de l'année précédente. La progression nette de 1.2 milliard de dollars de l'encours des Obligations d'épargne du Canada a constitué la principale source de financement du gouvernement, encore que l'encours des bons du Trésor ait augmenté un peu plus qu'en 1971.

investment outlays by their enterprises. There was some concentration of borrowing in the first half of the year and this appears to have resulted in a temporary increase in the sector's holdings of financial assets. Foreign currency issues increased substantially during the first half of the year and there was a larger than usual increase in borrowing from the chartered banks, particularly by municipalities. In the second half of the year, however, borrowing in foreign bond markets declined somewhat and the increases in bank credit and other short-term financing were partially reversed. Funds raised on the Canadian bond market during 1972 declined from the high level attained in 1971.

In the private sector, total funds raised by non-financial business were less than in 1971. Increased investment outlays on plant and equipment and on inventory accumulation in 1972 were accompanied by continued strength in internally generated cash flow. The implied rate of accumulation of financial assets by non-financial business appears to have slowed somewhat in the year from the high level reached in 1971.

An unusually high proportion of the \$4.6 billion raised by business was obtained in the form of loans from financial institutions, mainly from the banks. There was a decline in the amount of short-term paper outstanding during the year as the pronounced reduction in the spring months was not fully offset. Borrowing on the Canadian bond market declined from the high level in 1971 and net long-term borrowing abroad was minimal. As is discussed more fully later, a considerable amount of chartered bank lending to business in both 1971 and 1972 consisted of term loans; this taken together with other forms of longer-term borrowing has contributed to an improvement in business liquidity in the past two years.

Outlays on new housing were again higher in 1972. The net flow of mortgage funds provided by the major private financial institutions increased substantially for the second consecutive year and amounted to \$3.8 billion.

Consumer expenditure, particularly on cars and other durables, also rose strongly in 1972 and this was accompanied by a further large increase in consumer credit. The total flow from the major lending institutions amounted to over \$2 billion.

As has been already noted there was a shift in the source of funds obtained by the major non-financial borrowers in 1972. Increased funds were supplied by non-residents; in particular the net issuance of foreign

Leves provinces, les municipalités et leurs entreprises ont emprunté davantage en 1972 que l'année antérieure, par suite d'une accentuation du déficit, en termes de comptabilité nationale, des dites administrations et d'une progression des investissements de leurs entreprises. Ces emprunts ont été un peu plus importants pendant le premier semestre, ce qui semble avoir entraîné un gonflement temporaire des avoirs financiers de ce secteur. Au cours de cette période, les émissions en monnaies étrangères ont sensiblement augmenté et les emprunts bancaires, surtout dans le cas des municipalités, se sont accrus plus vite que d'habitude. Dans la seconde moitié de l'année, par contre, les emprunts sur les marchés obligataires étrangers ont quelque peu fléchi et la progression des crédits bancaires et autres formes de financement à court terme s'est partiellement résorbée. Les appels au marché obligataire canadien se sont inscrits en baisse par rapport aux niveaux élevés de 1971.

Le montant global du financement obtenu par les entreprises non financières du secteur privé a été moindre qu'en 1971. La progression des investissements en biens d'équipement et en stocks est allée de pair l'an passé avec une vigueur persistante de l'autofinancement. Ainsi, le taux d'accumulation des avoirs financiers de ces entreprises - obtenu par soustraction - se serait quelque peu ralenti par rapport au rythme rapide de 1971.

Le financement externe des entreprises a atteint 4.6 milliards de dollars, dont une proportion exceptionnellement élevée consistait en prêts des institutions financières, des banques principalement. L'encours du papier à court terme a baissé pour l'année, la forte diminution observée au printemps n'ayant pas été entièrement compensée par la suite. Les appels au marché obligataire national n'ont pas atteint le haut niveau de 1971 et les émissions nettes à l'étranger de titres à long terme ont été très faibles. Comme on le verra en détail plus loin, une grosse partie des concours octroyés par les banques aux entreprises en 1971 et en 1972 a consisté en prêts à terme; ceux-ci ont contribué, avec les autres formes de financement à long terme, à améliorer la liquidité des entreprises au cours des deux dernières années.

Les dépenses consacrées à la construction de logements se sont de nouveau accrues en 1972. Pour la deuxième année consécutive, les concours hypothécaires nets fournis par les principales institutions financières du secteur privé ont sensiblement augmenté, passant à 3.8 milliards de dollars. Les dépenses des ménages, particulièrement au chapitre des voitures et des autres biens durables, ont, elles aussi, fortement progressé en 1972, parallèlement à une nouvelle expansion considérable du crédit à la consommation.

currency bonds rose appreciably from the relatively low level of the previous year. On the other hand, the volume of securities taken up by residents declined markedly from the high level reached in 1971; although Canadian private financial institutions added substantially to their security holdings in 1972, their net acquisitions were considerably less than in the previous year. While the Canadian general public's holdings of Canada Savings Bonds increased further, there appears to have been a decline in their holdings of marketable securities but the extent of this decline is not certain as the data are derived residually and the valuation of other sectors' holdings is not uniform.

Funds raised from financial institutions in the form of mortgages and other loans rose sharply and accounted for about 55 per cent of the total obtained from all sources in 1972 compared with about 40 per cent in the previous year. This higher proportion was partly attributable to

dont plus de 2 milliards de dollars provenaient des principaux établissements de prêt.

Ainsi qu'il a été mentionné précédemment, les principaux agents économiques non financiers n'ont pas recouru dans les mêmes proportions qu'au paravant aux diverses sources de fonds. Ils ont obtenu en 1972 des concours accrus des non-résidents, notamment par la vente d'obligations en monnaies étrangères, dont les émissions nettes ont fortement progressé par rapport au volume assez bas de l'année précédente. Par contre, les résidents ont acheté bien moins de titres qu'en 1971, année où les placements en valeurs mobilières avaient atteint un haut niveau. Les établissements financiers du secteur privé ont nettement renforcé leurs portefeuilles-titres en 1972, mais dans une bien moindre mesure qu'en 1971. Alors que les portefeuilles du public en Obligations d'épargne du Canada ont continué de s'accroître, il semble que ses avoirs en titres négociables aient diminué; on ne peut mesurer

Table II  
Tableau IIMajor assets of selected financial institutions  
Principaux avoirs de certaines catégories d'institutions financières

	Billions of dollars December 1972 En milliards de dollars Décembre 1972	Percentage increase over previous year-end Augmentation annuelle en % (données de fin d'année)			
		1968 1968	1969 1969	1970 1970	1971 1971
Deposit-taking institutions					
Chartered banks <sup>(1)</sup>	41.4	14	5	9	15
Quebec savings bank	0.7	16	7	8	13
Trust and mortgage loan companies	12.6	12	14	14	13
Credit unions and caisses populaires <sup>(2)</sup>	6.7	11	9	12	22
Sub-total	61.4	13	7	11	18
Contractual savings institutions					
Life insurance companies	16.8	6	5	4	7
Pension funds	13.7	12	12	11	12
Sub-total	30.5	8	8	7	9
Sales finance and consumer loan companies	6.0	11	15	-3	5
TOTAL	97.9	11	8	8	14

Notes: (1) Principaux avoirs en dollars canadiens, plus les avoirs nets en monnaies étrangères; moyennes des mercredi.  
(2) Estimations obtenues après élimination des doubles emplois dans les données relatives aux caisses populaires ou crédit unites locales et leurs centrales.

Source: Data for December 1972 are estimated except for banks.

(1) Major Canadian dollar assets plus net foreign currency assets; average of Wednesdays.  
(2) Based on consolidated estimates for local and central credit unions and caisses populaires.

Institutions autorisées à recevoir des dépôts  
Banques à charte<sup>(1)</sup>  
Banque d'épargne du Québec  
Sociétés de fiducie ou de prêt hypothécaire  
Caisses populaires et crédit unites<sup>(2)</sup>

Total partiel

Institutions d'épargne contractuelle  
Compagnies d'assurance-vie  
Caisses de retraite

Total partiel

Sociétés de financement au  
de prêt à la consommation

TOTAL

chartered bank lending, which provided close to one third of total financing last year compared with just over one quarter in 1971. There was also a substantial increase in lending by other financial institutions.

### Financial institutions

The major assets of the financial institutions included in Table II increased by 14 per cent in 1972, the same rate as in the previous year. The assets of the chartered banks and the Quebec savings bank increased a little less rapidly in 1972 but there was a more rapid growth than in 1971 in the other deposit-taking institutions and the sales finance and consumer loan companies. A substantial part of the increase was in longer-term forms, particularly mortgages and, in the case of banks, also in term loans to business.

The 15 per cent increase in chartered bank major assets in 1972 was accounted for entirely by the 23 per cent growth of loans and less liquid

avec précision l'ampleur de ce fléchissement, car les données dont on dispose sont obtenues par différence et les moyens utilisés pour l'estimation des portefeuilles des autres secteurs ne sont pas uniformes.

Les prêts hypothécaires et autres concours accordés par les institutions financières ont vivement progressé et ont constitué, en 1972, environ 55% du financement global, comparativement à 40% un an plus tôt. Cette hausse relative est partiellement imputable à l'activité des banques à charte, qui ont procuré près du tiers de l'ensemble du financement l'an dernier, contre un peu plus du quart en 1971. Les opérations de crédit des autres institutions financières se sont également inscrites en progrès sensible.

### Les institutions financières

Les principaux avoirs des institutions financières figurant au Tableau II ont progressé en 1972 de 14%, soit au même rythme que l'année précédente. Les avoirs des banques à charte et de la banque d'épargne du Québec ont

Table III  
Tableau III

Chartered bank major assets  
Principaux avoirs des banques à charte

	Average of Wednesdays, unless otherwise indicated		Moyennes des mercredis, sauf indication contraire				
	Billions of dollars December 1972 En milliards de dollars décembre 1972	Percentage change		Variation en %			
		December to December De décembre à décembre	1971 1971	1972 1972	Annual rates, seasonally adjusted Taux annuels; données désaisonnalisées	July 1972 to February 1973 De juillet 1972 à février 1973	
Total liquid assets	10.3	15	-3	-9	-6	3	Ensemble des avoirs liquides
Canadian liquid assets	10.8	14	-4	-9	-6	3	Avoirs liquides canadiens
Total Canadian dollar loans	24.9	16	22	38	4	20	Ensemble des prêts en dollars canadiens
General loans	23.2	20	23	35	8	21	Prêts généraux
Business loans (month-end)	13.5	24	22	37	-15	21(1)	Prêts aux entreprises (en fin de mois)
Ordinary personal loans (month-end)	7.1	24	24	22	25	25(1)	Prêts personnels ordinaires (en fin de mois)
Residential mortgages	3.3	56	47	48	48	49	Prêts hypothécaires à l'habitation
Provincial, municipal and corporate securities	2.5	42	10	17	15	1	Titres des provinces, des municipalités et des sociétés
Less liquid Canadian assets	31.1	21	23	37	8	21	Avoirs canadiens de seconde liquidité
Total major assets	41.4	19	15	23	3	16	Ensemble des principaux avoirs

(1) July 1972 to January 1973.

(1) De juillet 1972 à janvier 1973.

investments (Table III). There was only a small rise in Canadian liquid assets, entirely the result of higher cash holdings to meet reserve requirements; interest-earning Canadian liquid assets were unchanged over the year as a whole and the banks drew heavily on foreign sources of funds, particularly in the first half of the year. In addition, the banks' holdings of other short-term investments not included in the conventional definitions of liquid assets showed little change on the year. This contributed to the pronounced slowing in the growth of the banks' portfolios of provincial, municipal and corporate securities which include holdings of short-term paper.

Chartered bank lending expanded very rapidly in the first five months of 1972 when general loans rose at an annual rate of 35 per cent. The increase was particularly marked in May when substitution of bank assets and liabilities for corporate short-term paper was especially widespread. Activity shifted back into the paper markets after mid-June but by August a strong growth in bank loans had resumed. These shifts had a distorting effect on patterns of financing but the sum of general loans, commercial paper and bankers' acceptances increased in the first five months of 1972 at an annual rate of 25 per cent, much the same pace as in the second half of 1971. Subsequently the growth of this credit aggregate moderated somewhat to a rate of about 20 per cent.

Although the rate of growth of business loans was approximately the same in 1972 as in the previous year, the increase in 1972 was more evenly distributed among the various categories of borrowers.\* The 17 per cent increase in borrowing by resource-related industries was more moderate than in 1971 when there had been heavy recourse to bank financing, notably by the mining and mine products industries. Similarly the increase in loans to "other business", which include real estate developers was less rapid than in 1971 when there appears to have been a particularly strong increase in bridge financing of construction projects in advance of drawdowns of mortgages. On the other hand, loans to merchandisers rose more rapidly in 1972 reflecting more substantial inventory accumulation, and borrowing by manufacturing industries also picked up following only slight increases in the previous two years.

As can be seen in Chart IV the rate of increase of business loan authorizations (over \$100,000) decelerated in 1972. This was attributable to a much slower growth in large authorizations (\$5 million and over) which

augmenté un peu moins rapidement qu'en 1971, mais ceux des autres institutions de dépôt et ceux des sociétés de financement ou de prêt à la consommation ont enregistré une croissance accélérée. Parmi les postes qui ont le plus contribué à cette croissance, citons les avoirs à assez long terme, notamment les créances hypothécaires et les prêts à terme octroyés par les banques aux entreprises.

Les principaux avoirs des banques à charte ont marqué en 1972 une progression de 15%, entièrement imputable à celle des prêts et autres avoirs de seconde liquidité, qui eux ont augmenté de 23%. (Voir Tableau III.) Les avoirs liquides canadiens n'ont accusé qu'une faible avance, due intégralement à un accroissement des encaisses conformes à la réglementation en matière de réserves; les avoirs liquides canadiens productifs d'intérêts n'ont pas varié sur l'ensemble de l'année et les banques ont fait largement appel à des sources étrangères de capitaux, en particulier au premier semestre. En outre, les autres placements bancaires à court terme, qui n'entrent généralement pas dans la catégorie des avoirs liquides, se sont très peu modifiés au cours de l'année. Cela explique en partie le net ralentissement de la croissance des portefeuilles bancaires de titres des provinces, des municipalités et des sociétés, qui comprennent également le papier à court terme.

Le crédit bancaire a connu une expansion rapide pendant les cinq premiers mois de 1972: au cours de cette période, les prêts généraux se sont accrus à un taux annuel de 35%. La hausse a été particulièrement sensible en mai, le remplacement du papier à court terme par des crédits bancaires ayant alors pris une grande extension. Le marché du papier commercial redevint plus actif après la mi-juin, mais à partir du mois d'août, les prêts bancaires prirent un nouvel essor. Certes, cette évolution a provoqué des distorsions dans les circuits de financement, mais l'ensemble constitué par les prêts généraux, le papier commercial et les acceptations bancaires a augmenté durant les cinq premiers mois de 1972 à un taux annuel de 25%, soit à peu près la même progression que l'année précédente, mais elle a été répartie de façon plus équilibrée entre les diverses catégories d'emprunteurs\*. Les industries du secteur primaire ont accru de 17% leur recours au financement externe, usant de plus modération qu'en 1971 où le secteur des mines et produits miniers, notamment, avait largement fait appel au crédit bancaire. De même, l'augmen-

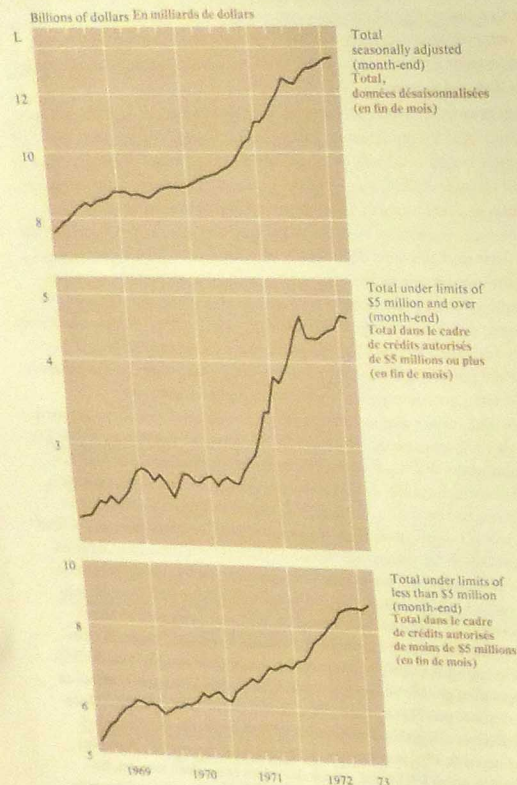
\* Voir le Tableau II à la page S 40 du présent numéro de la Revue.

\* See Table 11, page S 40 of this Review.



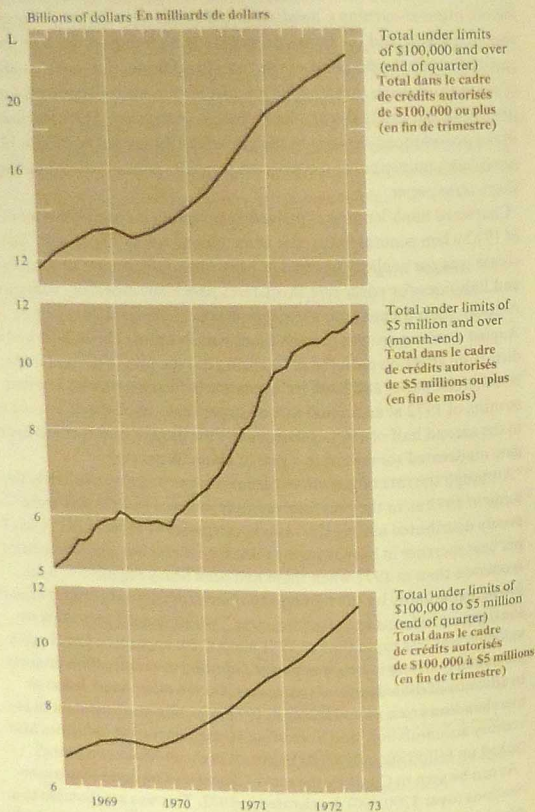
Loans outstanding  
Encours des prêts

Not seasonally adjusted, unless otherwise indicated  
Données non désaisonnalisées, sauf indication contraire



Authorizations  
Autorisations de crédit

Not seasonally adjusted  
Données non désaisonnalisées



rose at little more than one third of the exceptionally rapid pace of 1971. The increase in loans outstanding under these large lines of credit was also less in 1972; the very rapid growth that took place until May, due in part to substitution for short-term paper, subsequently was partly reversed and large loans did not regain their earlier peak until December. Loans outstanding under smaller lines of credit rose more rapidly in 1972 than in the previous year despite a pronounced flattening in their trend in the closing months of the year. The percentage of authorized lines of credit drawn upon increased somewhat to around 48 per cent but remained below the level typical of the late 1960s and most of 1970.

An important feature of bank lending to businesses in recent years has been the rapid growth of term lending, that is, loans with an original term of one year or more. This has reflected in part the conversion of existing demand loans into formal term credit arrangements and, to that extent, has not involved a net addition to the flow of bank credit. However, the increased activity of banks in the term lending field has no doubt offered an attractive alternative to other kinds of longer-term borrowing, such as the sale of securities by larger businesses. According to the available information on term loans, which relates to loans under authorizations of \$1 million or more, the increase was in excess of \$4 billion in 1971 and was somewhat larger in 1972.

Turning from business loans to other types of bank lending, the chartered banks continued to be by far the largest suppliers of new consumer credit in 1972. Ordinary personal loans rose by 24 per cent in 1972, the same rate as in 1971. The banks' share of total consumer credit outstanding has increased to over 48 per cent compared with 40 per cent at the end of 1970.

Although the banks resumed their active participation in the mortgage market following the 1967 Bank Act revision, it was not until 1971 that their mortgage portfolios began to expand rapidly. In the last two years, the banks' investment in mortgages has increased at an average annual rate of about 50 per cent and they accounted for nearly 30 per cent of the net flow of mortgage funds supplied by all financial intermediaries last year. By the end of 1972, mortgages had risen to 8 per cent of total major assets compared with 5 per cent at the end of 1970.

Among other financial institutions, the 15 per cent growth in the major assets of the trust and mortgage loan companies was accounted for almost entirely by an increase of 19 per cent in their mortgage portfolio.

tation des prêts aux «autres entreprises», catégorie qui comprend les promoteurs immobiliers, a été moins rapide qu'en 1971, année marquée, apparemment, par une croissance particulièrement forte du financement des réalisations immobilières avant le déblocage des fonds empruntés auprès des créanciers hypothécaires, ou financement de soudure. En revanche, les crédits consentis aux entreprises de distribution se sont accélérés en 1972, à la suite d'un renforcement des stocks, tandis que les concours aux fabricants affichaient une reprise après deux années de faible augmentation.

Comme l'indique le Graphique IV, le taux de croissance des autorisations de crédit de plus de \$100,000 aux entreprises a ralenti en 1972, par suite d'une nette décélération des crédits de 5 millions de dollars ou plus, qui ont augmenté à un rythme à peine supérieur au tiers du taux exceptionnellement rapide enregistré en 1971. L'encours des prêts consentis dans le cadre de ces dernières autorisations a également moins progressé en 1972; l'accroissement très vif qu'il avait connu jusqu'en mai, en raison notamment du remplacement du papier à court terme par des crédits bancaires, s'est ensuite partiellement inversé, et les gros prêts n'ont pas retrouvé avant décembre le sommet qu'ils avaient atteint précédemment. L'encours des prêts accordés en vertu d'autorisations de moins de 5 millions de dollars a augmenté plus rapidement que l'année précédente, malgré un net plafonnement au cours des derniers mois de 1972.

Le pourcentage d'utilisation des crédits a légèrement progressé pour passer à environ 48%, tout en restant inférieur au niveau qui avait caractérisé la fin des années soixante et la plus grande partie de 1970.

Une dominante du crédit bancaire aux entreprises, ces dernières années, a été la croissance très rapide des prêts à terme, c'est-à-dire consentis à un an ou plus. Dans la mesure où cette croissance est partiellement due au remplacement de prêts à vue existants par des conventions formelles de crédit à terme, on peut dire que la masse des crédits bancaires n'a pas varié. Toutefois, par leur activité croissante dans le domaine des prêts à terme, les banques ont sans aucun doute proposé une formule intéressante au regard des autres moyens de financement à long terme, tels que l'émission de titres par les grandes entreprises. D'après les données disponibles sur les crédits accordés dans le cadre d'autorisations d'un million de dollars ou plus, les prêts à terme auraient augmenté de plus de 750 millions de dollars en 1971 et se seraient légèrement accélérés en 1972.

En ce qui concerne les autres catégories de prêts, signalons que les banques à charte ont continué d'être de loin la première source du crédit à la consom-

Their holdings of liquid assets fluctuated quite widely during the year but for the year as a whole showed little change. Holdings of liquid assets tend to reflect the employment of large blocks of interest-sensitive short-term funds.

The assets of the credit unions and caisses populaires, which have been growing at an accelerating rate since 1970, recorded an increase of 28 per cent in 1972 – by far the largest gain of all the major lending institutions. This rapid growth has been reflected in a substantially increased participation by the industry in the mortgage market during the past two years and in 1972 it accounted for 18 per cent of the total flow of institutional funds into the market. In fact mortgage loans in 1972 rose even more rapidly than the growth in total assets and their mortgage holdings now exceed their consumer loans.

The rate of growth of the sales finance and consumer loan companies picked up strongly in 1972. There was a pronounced recovery in their consumer lending following two years in which there was a slight decline in outstanding balances. In addition, there was a further increase in lending to business, partly reflecting the strength of the industry's leasing operations.

As counterpart to the asset growth of financial institutions, there have been rapid increases in the public's holdings of the liabilities issued by these institutions. The liabilities of the deposit-taking institutions shown in Table IV are of many types, such as demand deposits, chequable and non-chequable savings deposits, large highly interest-sensitive blocks of short-term funds, and other interest-bearing deposits with terms ranging out to several years, and there have been some important developments in the variety of accounts offered by financial institutions. The changes recorded in the table reflect, in part, such developments. In total, these liabilities were 17 per cent higher at the end of 1972 than a year earlier, an even higher rate of increase than in 1971. A substantial part of the rise in 1972 was in the form of fixed-term deposits, in particular the certificates of deposit and similar instruments offered by chartered banks. The growth of other types of deposit accounts was somewhat less rapid in 1972; although chequable accounts rose almost as quickly as in 1971 there was a distinct slowing of the growth of non-chequable savings deposits at the chartered banks.

mation accordé en 1972. Leurs prêts personnels ordinaires ont augmenté de 24%, soit au même rythme qu'en 1971. La part des banques dans l'encours total des prêts aux ménages est passée de 40% à la fin de 1970 à plus de 48% en 1972.

Bien que depuis la révision de 1967 de la Loi sur les banques celles-ci aient repris une participation active au marché hypothécaire, ce n'est qu'en 1971 que leurs portefeuilles d'hypothèques ont commencé à s'accroître rapidement. Les placements hypothécaires des banques ont augmenté à un taux annuel moyen d'environ 50% ces deux dernières années, et constituaient en 1972 près de 30% des concours hypothécaires nets accordés par l'ensemble des institutions financières. Vers la fin de 1972, les portefeuilles hypothécaires des banques représentaient 8% de l'ensemble de leurs principaux avoirs, contre 5% à la fin de 1970.

Parmi les autres institutions financières, les sociétés de fiducie ou de prêt hypothécaire ont enregistré sur leurs principaux avoirs une augmentation de 15%, presque entièrement imputable à la progression de leur portefeuille hypothécaire, laquelle a atteint 19%. Leurs avoirs liquides ont fluctué dans de fortes proportions en 1972 pour n'accuser finalement qu'une faible variation sur l'ensemble de l'année. Le volume de ces avoirs est souvent fonction de l'affectation de gros montants de capitaux à court terme sensibles aux fluctuations des taux d'intérêt.

Les avoirs des caisses populaires et des credit unions, dont la croissance s'accélère depuis 1970, ont accusé l'an dernier une hausse de 28%, donc de loin supérieure à celle qu'ont enregistrée toutes les autres principales catégories d'établissements prêteurs. Par suite de cette progression rapide, les caisses populaires et les crédit unions ont nettement accru leur participation au marché hypothécaire ces deux dernières années et, en 1972, elles ont fourni dans ce domaine 18% de l'ensemble des concours octroyés par des institutions financières. De fait, leurs prêts hypothécaires ont même augmenté plus vite en 1972 que l'ensemble de leurs avoirs, et leurs portefeuilles d'hypothèques dépassent maintenant l'encours de leurs prêts à la consommation. Le taux de croissance des sociétés de financement ou de prêt à la consommation s'est nettement raffermi en 1972. Leurs crédits aux consommateurs ont enregistré une vive reprise après deux années de légère baisse. En outre, leurs concours aux entreprises ont de nouveau augmenté, en partie par suite du développement des opérations de crédit-bail.

Cette croissance de l'actif des institutions financières trouve sa contrepartie dans une augmentation rapide de leurs engagements envers le public. Le passif des institutions autorisées à recevoir des dépôts comprend, comme l'indique le Tableau IV, des postes d'une grande diversité: dépôts à vue,

Table IV  
Tableau IVGeneral public holdings of currency and liabilities of deposit-taking institutions\*  
Monnaie en circulation et engagements envers le public des institutions autorisées à recevoir des dépôts\*

	Billions of dollars December 1972 En milliards de dollars Décembre 1972		Percentage increase over previous year-end Augmentation annuelle en % (données de fin d'année)			
	1969	1970	1971	1972	1972	
Currency	4.4	10	6	12	14	Monnaie en circulation
Chequable deposits: At chartered banks	8.5	1	5	21	13	Dépôts transférables par chèque: Dans les banques à charte
Demand	6.6	-14	-7	8	9	Dépôts à vue
Other	4.1	5	-1	20	31	Autres dépôts Dans les autres institutions
At other institutions	4.1	5	-1	20	31	
Sub-total	19.2	-5	-1	16	15	Total partiel
Non-chequable savings accounts: At chartered banks	8.9	29	19	18	6	Dépôts d'épargne non transférables par chèque: Dans les banques à charte
At other institutions	4.1	7	10	10	15	Dans d'autres institutions
Sub-total	13.0	21	16	15	9	Total partiel
Fixed term liabilities: At chartered banks	12.5	4	27	14	32	Engagements à terme fixe: Des banques à charte
At other institutions	10.6	18	23	17	17	Des autres institutions
Sub-total	23.1	10	25	15	25	Total partiel
TOTAL	59.7	6	12	15	17	TOTAL

\*Includes chartered banks, trust and mortgage loan companies, credit unions and caisses populaires and the Quebec savings bank. Data for December 1972 are estimated except for banks. The components of credit union and caisse populaire deposits have been adjusted to remove the effect of reclassifications.

\*Comprend les banques à charte, les sociétés de fiducie ou de prêt hypothécaire, les caisses populaires et credit unions ainsi que la banque d'épargne du Québec. Sauf en ce qui concerne les banques, les données de décembre 1972 sont des estimations. Des ajustements ont été apportés aux chiffres des dépôts dans les caisses populaires et dans les credit unions afin d'éliminer l'incidence des regroupements.

dépôts d'épargne transférables par chèques ou non, capitaux à court terme de gros montant extrêmement sensibles aux fluctuations des taux d'intérêt et autres dépôts rémunérés à terme pouvant aller jusqu'à plusieurs années. Les institutions financières ont d'ailleurs apporté d'importantes modifications à l'éventail des comptes offerts au public, ce qui contribue à expliquer les variations indiquées dans le tableau. L'ensemble de ces engagements a augmenté de 17% en 1972, soit à un taux encore plus élevé que l'année précédente. Une bonne partie de cette augmentation est imputable aux dépôts à terme fixe, notamment aux certificats de dépôt et autres effets du même genre offerts par les banques à charte. Les autres catégories de dépôts ont connu en 1972 une progression un peu moins rapide; les comptes transférables par chèques ont enregistré une hausse presque aussi forte qu'en 1971, par contre, les dépôts bancaires d'épargne sans faculté de tirage par chèques ont vu leur croissance se ralentir sensiblement.

Appendix Table I  
Annexe - Tableau I

Major sources of financing: federal, provincial and municipal governments and their enterprises  
Principales sources de financement des administrations publiques et de leurs entreprises

16

	Millions of dollars En millions de dollars								
	1969		1970		1971		1972		
	1969	1970	1971	1972	1971	1972	I	II	
				I	II	I	II	I	II
<b>GOVERNMENT OF CANADA</b>									
Increase in securities outside Government accounts:									
Treasury bills	67	720	189	332	165	24	66	266	
Canadian dollar market bonds	-114	558	277	31	202	75	-103	134	
Canada Savings Bonds	324	714	2,519	1,194	301	2,218	-366	1,560	
Total <sup>(1)</sup>	277	1,992	2,985	1,557	668	2,317	-403	1,960	
Reduction (+) in Canadian dollar cash balances	-675	-85	-823	-127	89	-912	1,414	-1,541	
Net financing requirement	-398	1,907	2,162	1,430	758	1,404	1,011	419	
<b>PROVINCIAL AND MUNICIPAL GOVERNMENTS</b>									
Increase in outstanding bonds:									
Purchased with Canada Pension Plan funds	805	863	915	954	517	398	520	434	
Other Canadian dollar bonds <sup>(2)</sup>	362	1,085	1,695	1,213	693	1,002	659	554	
Foreign currency bonds	1,020	358	276	926	127	149	547	379	
Increase in loans from:									
Chartered banks	54	-36	-37	105	66	-103	381	-276	
Government of Canada (including CMHC)	194	248	368	422	158	210	185	237	
Increase in treasury bills and short-term paper outstanding	-6	25	29	74	-78	107	118	-44	
Total <sup>(3)</sup>	2,429	2,543	3,246	3,694	1,483	1,763	2,410	1,284	

Note: To obtain a total of combined federal, provincial and municipal financing without double counting, loans from the Government of Canada to the provinces and municipalities shown above would have to be eliminated, as well as changes in provincial and municipal holdings of Government of Canada securities.

(1) Excludes net new foreign currency issues of the Government of Canada.

(2) Includes purchases of provincial and municipal securities with Quebec Pension Plan funds; such purchases are estimated to have totalled about \$250 million in 1972.

(3) To the extent that it has not been possible to identify purchases by provincial government accounts of provincial or municipal securities, the total of provincial and municipal financing is overstated.

Nota: Pour établir le montant net, c'est-à-dire sans doubles emplois, du financement obtenu par l'ensemble du secteur public, il faudrait éliminer des données ci-dessus les prêts du gouvernement canadien aux provinces et aux municipalités, ainsi que les variations des portefeuilles des provinces et des municipalités en titres du gouvernement canadien.

(1) Non compris les émissions nettes de titres en monnaies étrangères du gouvernement canadien.

(2) Y compris les acquisitions, par le Régime de rentes du Québec, de titres de cette province et de municipalités pour un montant estimé à quelque 250 millions de dollars en 1972.

(3) Dans la mesure où il n'a pas été possible de recenser toutes les acquisitions de titres des provinces et des municipalités par les provinces, ce montant est légèrement surestimé.

Appendix Table II  
Annexe - Tableau II

Major sources of funds raised by non-financial business  
Principales sources de financement des entreprises non financières

17

	Millions of dollars En millions de dollars								
	1969		1970		1971		1972		
	1969	1970	1971	1972	1971	1972	I	II	
				I	II	I	II	I	II
<b>NET NEW ISSUES</b>									
Bonds									
Canadian dollar	371	984	1,383	911	949	434	392	519	
Foreign currency	366	364	100	7	71	29	-58	65	
Stocks									
Canadian dollar	607	285	297	350	100	197	258	92	
Foreign currency	192	19	10	12	9	1	8	4	
Commercial paper	307	180	288	-111	197	91	-125	14	
Bankers' acceptances	58	221	9	-13	70	-61	-98	85	
Total	1,901	2,053	2,087	1,156	1,396	691	377	779	
<b>INCREASES IN LOANS</b>									
Chartered banks <sup>(1)</sup>	1,306	440	2,036	2,297	600	1,436	1,453	844	
Sales finance companies	181	-174	279	347	212	67	147	200	
Industrial Development Bank	54	69	54	79	26	28	32	47	
Total	1,541	335	2,369	2,723	838	1,531	1,632	1,091	
<b>DIRECT INVESTMENT FROM ABROAD</b>									
	720	835	885	680	466	419	430	250	
<b>TOTAL FUNDS RAISED</b>	4,162	3,223	5,341	4,559	2,700	2,641	2,439	2,120	

(1) Total business loans excluding provincially-guaranteed loans to utilities, plus foreign currency loans to residents.

(1) Ensemble des prêts aux entreprises (non compris les prêts consentis sous la garantie d'une province à des entreprises de service public) et des prêts en monnaies étrangères à des résidents.

ÉMISSIONS NETTES

Obligations  
En dollars canadiens  
En monnaies étrangères  
Actions  
En dollars canadiens  
En monnaies étrangères  
Papier commercial  
Acceptations bancaires

Total

AUGMENTATION DES EMPRUNTS

Banques à charte<sup>(1)</sup>  
Sociétés de financement des ventes  
Banque d'Expansion Industrielle

Total

INVESTISSEMENTS DIRECTS DES NON-RÉSIDENTS

ENSEMBLE DES FINANCEMENTS

Appendix Table III  
Annexe - Tableau III

Increase in the mortgage holdings of the major private financial institutions  
Augmentation de l'encours des prêts hypothécaires accordés par les principales catégories d'institutions financières du secteur privé

	Millions of dollars En millions de dollars								
	1969	1970	1971	1972	1971	1972			
	1969	1970	1971	1972	1971	1972	I	II	
Trust and mortgage loan companies	829	905	935	1,508	298	637	586	922	Sociétés de fiducie ou de prêt hypothécaire Banques à charte <sup>(1)</sup> Compagnies d'assurance-vie Caisses populaires et credit unions <sup>(2)</sup> Caisses de retraite Fonds de placement (fonds mutuels) Autres institutions financières <sup>(4)</sup>
Chartered banks <sup>(3)</sup>	264	332	351	1,086	348	503	503	583	
Life insurance companies	299	148	133	250	20	113	70	180	
Credit unions and caisses populaires <sup>(3)</sup>	100	116	302	684	117	185	284	400	
Pension funds	97	155	164	166	64	100	62	104	
Mutual funds	62	22	116	81	59	57	44	37	Total
Other financial institutions <sup>(4)</sup>	40	48	31	29	13	18	10	19	
Total	1,691	1,526	2,532	3,804	919	1,613	1,559	2,245	Total
Increase in the mortgage holdings of CMLC	391	502	618	485	319	299	241	244	Augmentation de l'encours des prêts de la S.C.H.L.

(1) For comparability the relevant loans of the bank operating under the Quebec Savings Bank Act which became a chartered bank in November 1969 are included with chartered bank loans prior to that time.

(2) Includes net purchases of mortgages from chartered bank mortgage affiliates.

(3) Includes local and central credit unions and caisses populaires.

(4) Includes the Quebec savings bank, mutual and fraternal benefit societies and fire and casualty insurance companies.

(1) La Banque d'Économie de Québec est devenue banque à charte en novembre 1969; pour assurer la comparabilité des données, les prêts à la consommation effectués par elle avant cette date sont recensés ici avec ceux des banques à charte.

(2) Y compris les transferts nets de prêts hypothécaires entre les banques à charte et leurs filiales spécialisées dans le crédit hypothécaire.

(3) Comprend les institutions locales et leurs centrales.

(4) Comprend une banque régie par la Loi sur les banques d'épargne du Québec et les associations fraternelles ou de secours mutuel, ainsi que les compagnies d'assurance-incendie ou d'assurance-accidents.

Appendix Table IV  
Annexe - Tableau IV

Major sources of increase in consumer credit outstanding  
Augmentation de l'encours du crédit à la consommation par catégories de prêteurs

	Millions of dollars En millions de dollars								
	1969	1970	1971	1972	1971	1972			
	1969	1970	1971	1972	1971	1972	I	II	
Chartered banks <sup>(1)</sup> (unsecured personal loans)	481	506	1,114	1,367	587	527	692	675	Banques à charte <sup>(1)</sup> (prêts personnels autres que sur titres) Sociétés de financement ou de prêt à la consommation Caisses populaires et credit unions Compagnies d'assurance-vie (prêts sur polices) Autres prêteurs <sup>(2)</sup>
Sales finance and consumer loan companies	408	-80	-48	296	-40	-8	144	152	
Credit unions and caisses populaires	154	92	197	265	86	111	158	107	
Life insurance companies (policy loans)	107	99	25	16	9	7	9	9	
Other <sup>(2)</sup>	125	70	96	173	-152	248	-95	268	
Total	1,275	687	1,384	2,117	497	887	906	1,211	Total

(1) For comparability the relevant loans of the bank operating under the Quebec Savings Bank Act which became a chartered bank in November 1969 are included with chartered bank loans prior to that time.

(2) Includes credit extended by the Quebec savings bank, department stores, furniture and appliance dealers, public utility companies and through the use of oil company and other credit cards.

(1) La Banque d'Économie de Québec est devenue banque à charte en novembre 1969; pour assurer la comparabilité des données, les prêts à la consommation effectués par elle avant cette date sont recensés ici avec ceux des banques à charte.

(2) Comprend une banque d'épargne du Québec, les grands magasins, les magasins de meubles et d'appareils ménagers, les entreprises de services d'utilité publique, ainsi que (mais uniquement en ce qui concerne le crédit distribué au moyen de leurs cartes de crédit) les sociétés pétrolières et certains autres émetteurs de cartes de ce genre.

Appendix Table V  
Annexe - Tableau V

Types and sources of financing by major non-financial borrowers  
Forme et provenance du financement des principaux agents économiques non financiers

TYPES OF INSTRUMENT	Millions of dollars En millions de dollars								
	1969	1970	1971	1972	1971	1972			
	1969	1970	1971	1972	1971	1972	I	II	
Mortgage and other loans from financial institutions	2,105	1,042	3,964	4,855	1,601	2,363	3,029	1,826	FORME Emprunts (y compris les emprunts hypothécaires) auprès des institutions financières Banques à charte <sup>(1)</sup> Sociétés de fiducie ou de prêt hypothécaire Sociétés de financement ou de prêt à la consommation Caisses populaires et credit unions Compagnies d'assurance-vie Divers <sup>(2)</sup>
Trust and mortgage loan companies	829	905	935	1,508	298	637	586	922	
Sales finance and consumer loan companies	589	-254	231	643	172	59	291	352	
Credit unions and caisses populaires	254	208	499	949	203	296	442	507	
Life insurance companies	406	247	158	266	36	122	77	189	
Other <sup>(2)</sup>	260	296	369	360	165	204	152	208	Total partiel
Sub-total	4,443	2,444	6,156	8,581	2,475	3,681	4,577	4,004	
Net new Canadian dollar marketable issues <sup>(3)(4)</sup>	420	1,129	562	306	437	125	-16	322	Émissions nettes de titres négociables, en dollars canadiens <sup>(3)(4)</sup> Bons du Trésor et papier à court terme Obligations Actions
Treasury bills and short-term paper	619	2,627	3,355	2,155	1,844	1,511	948	1,207	
Bonds	607	285	297	350	100	197	258	92	
Stocks	1,646	4,041	4,214	2,811	2,381	1,833	1,190	1,621	Total partiel
Sub-total	1,646	4,041	4,214	2,811	2,381	1,833	1,190	1,621	Émissions nettes de titres en monnaies étrangères Papier à court terme Obligations Actions
Net new foreign currency issues	6	17	-47	-24	-83	36	-23	-1	
Short-term paper	1,386	722	376	933	178	178	489	444	Total partiel
Bonds	192	19	10	12	9	1	8	4	
Stocks	1,584	758	339	921	124	215	474	447	Obligations d'épargne du Canada Titres des provinces et des municipalités achetés par le Régime de pensions du Canada Investissements directs des non-résidents Divers <sup>(5)</sup>
Sub-total	1,584	758	339	921	124	215	-366	1,560	
Canada Savings Bonds	324	714	2,519	1,194	301	2,218	520	434	
Provincial and municipal securities purchased with Canada Pension Plan funds	805	863	915	954	517	398	430	250	
Direct investment from abroad	720	835	885	680	466	247	-99	267	
All other <sup>(6)</sup>	118	68	92	168	-155	247	6,726	8,583	Total
Total	9,640	9,723	15,120	15,309	6,109	9,011	6,726	8,583	PROVENANCE Achats de titres par la Banque du Canada Autres institutions financières canadiennes Prêts Achats de titres (dont achats des banques à charte) Régime de pensions du Canada Financement direct obtenu des autres résidents <sup>(4)</sup> Financement obtenu des non-résidents <sup>(7)</sup>
SOURCES OF FUNDS	170	183	571	587	219	352	282	305	
Bank of Canada acquisition of securities	4,443	2,444	6,156	8,581	2,475	3,681	4,577	4,004	Bank of Canada acquisition of securities Other domestic financial institutions: Loans Acquisition of securities (of which, chartered banks) Canada Pension Plan Direct borrowing from the non-financial public <sup>(4)</sup> Borrowing from non-residents <sup>(7)</sup>
Other domestic financial institutions:	942	3,330	(1,359)	(65)	(935)	(424)	(232)	(297)	
Loans	(-474)	(1,783)	915	954	517	398	520	434	
Acquisition of securities (of which, chartered banks)	805	863	915	954	517	398	430	250	
Canada Pension Plan	792	1,549	2,324	2,088	484	630	1,090	998	
Direct borrowing from the non-financial public <sup>(4)</sup>	2,488	1,354	1,114	1,114	2,088	484	630	998	Total
Borrowing from non-residents <sup>(7)</sup>	9,640	9,723	15,120	15,309	6,109	9,011	6,726	8,583	

(1) For comparability the loans of the bank operating under the Quebec Savings Bank Act that became a chartered bank in November 1969 are included with chartered bank loans prior to that time.

(2) Includes loans from the Quebec savings bank, mutual funds, mutual and fraternal benefit societies, pension funds, fire and casualty companies and the Industrial Development Bank.

(3) Includes provincial savings bonds.

(4) Excludes net new foreign currency issues of the Government of Canada.

(5) Consumer credit extended by some retailers, public utilities and through the use of oil company and other credit cards.

(6) Includes both foreign currency and Canadian dollar securities acquired by non-residents as well as direct investment from abroad.

(1) La Banque d'Économie de Québec est devenue banque à charte en novembre 1969; pour assurer la comparabilité des données, les prêts effectués par elle auparavant sont recensés ici avec ceux des banques à charte.

(2) Comprend une banque régie par la Loi sur les banques d'épargne du Québec, les fonds mutuels, les associations fraternelles ou de secours mutuel, les caisses de retraite, les compagnies d'assurance-incendie ou d'assurance-accidents et la Banque d'Épargne Industrielle.

(3) Y compris les obligations d'épargne des provinces.

(4) Y compris les titres de la province et des municipalités achetés avec des fonds provenant du Régime de pensions du Québec.

(5) Non compris les émissions nettes de titres en monnaies étrangères du gouvernement canadien.

(6) Crédit à la consommation distribué par certains détaillants et par des entreprises de service public, ainsi que par les compagnies pétrolières et d'autres sociétés au moyen de leurs cartes de crédit.

(7) Comprend les titres libellés en dollars canadiens et en monnaies étrangères achetés par des non-résidents, ainsi que les investissements directs des non-résidents.

## Record of press releases

Major press statements issued by the Bank of Canada and selected other official releases of related interest are published below.

### Bank of Canada

1 March 1973

The directors of the Bank of Canada announced today the appointment of Mr. R. William Lawson as Senior Deputy Governor of the Bank. Mr. Lawson is appointed for a term of seven years commencing March 1st, 1973 and, pursuant to Section 6(1) of the Bank of Canada Act, the appointment has been approved by the Governor in Council.

Mr. Lawson succeeds Mr. G. K. Bouey who was appointed Governor on February 1st. With his appointment as Senior Deputy Governor, Mr. Lawson becomes a member of the Board of Directors and of the Executive Committee of the Bank of Canada and of the Industrial Development Bank.

As a Deputy Governor since 1964, Mr. Lawson has been the senior member of the Bank of Canada staff engaged on the international aspects of the Bank's business. He is currently representing Canada at the Group of Twenty Deputies concerned with reform of the international monetary system. Previously he served on the Group of Ten Deputies which developed the concept of Special Drawing Rights as an international reserve asset within the International Monetary Fund. Mr. Lawson has had extensive contacts with the IMF, the Organization for Economic Co-operation and Development, where he has been a member of Working Party Three of the Economic Policy Committee, the Bank for International Settlements and the central banks of other countries. He has been a member of Canadian delegations to many international conferences.

Mr. Lawson was born in Glenboro, Manitoba in 1917. He graduated in Arts in 1938 from United College, University of Manitoba, where he was awarded a Rhodes Scholarship. He took a First in Philosophy, Politics and Economics at Oxford, receiving his M.A. in 1945. Mr. Lawson started work with the Foreign Exchange Control Board in 1940, leaving to join the Canadian Army in 1942; he served with the Royal Canadian Artillery in North-Western Europe.

In 1945 Mr. Lawson was appointed economist to the Royal Commission on Coal and he returned to the Foreign Exchange Control Board in 1947. He joined the Research Department of the Bank of Canada in 1950 and was appointed Assistant Chief of the Department in 1952, Deputy Chief in 1953 and Chief in 1956. He became Executive Assistant to the Governors of the Bank in 1962.

Mr. Lawson is married to the former Katharine Macdonnell; they have one daughter and reside in Ottawa.

## Communiqués reproduits à titre documentaire

On trouvera sous cette rubrique les principaux communiqués de la Banque du Canada et des communiqués d'autres sources officielles sur des sujets connexes.

### Banque du Canada

le 1<sup>er</sup> mars 1973

Les administrateurs de la Banque du Canada ont annoncé aujourd'hui la nomination de M. R. William Lawson au poste de Premier sous-gouverneur de la Banque. Le mandat de M. Lawson est de sept ans et prend effet au 1<sup>er</sup> mars 1973. Conformément à l'article 6(1) de la Loi sur la Banque du Canada, cette nomination a été approuvée par le Gouverneur en conseil.

M. Lawson succède dans ces fonctions à M. G. K. Bouey, qui a été nommé Gouverneur de la Banque le 1<sup>er</sup> février. Par son accession au poste de Premier sous-gouverneur, M. Lawson devient membre du Conseil d'administration et du Comité de direction de la Banque du Canada et de la Banque d'Expansion Industrielle.

Sous-gouverneur depuis 1964, M. Lawson a été chargé, au niveau le plus élevé, de l'aspect international des activités de la Banque. Il est actuellement le représentant du Canada au groupe des vingt Suppléants qui étudient la réforme du système monétaire international. Il avait siégé précédemment au groupe des dix Suppléants qui avait mis au point le principe des Droits de tirage spéciaux considérés au Fonds Monétaire International comme avoirs de réserve. M. Lawson a entretenu des relations très étroites avec le F.M.I., avec l'Organisation pour la Coopération et le Développement Économiques, où il avait qualité de membre du Groupe de travail numéro trois du Comité de politique économique, avec la Banque des Règlements Internationaux et avec les autres banques centrales. Il a fait partie des délégations canadiennes à de nombreuses conférences internationales.

M. Lawson naquit à Glenboro, au Manitoba, en 1917. Il obtint en 1938 un baccalauréat ès arts au Collège Unifié de l'Université du Manitoba et y reçut une bourse Rhodes. Il se classa premier en philosophie, en maîtrise en 1945. M. Lawson entra en 1940 à l'Université d'Oxford, qui lui décerna une maîtrise en 1942 pour s'enrôler dans l'Armée; il servit dans l'Artillerie royale canadienne dans le Nord-Ouest de l'Europe.

En 1945, M. Lawson fut appelé comme économiste auprès de la Commission royale d'enquête sur le charbon; il retourna par la suite, en 1947, à la Commission de contrôle du change étranger. En 1950, il entra au Département des recherches de la Banque du Canada, dont il devint chef adjoint en 1952, sous-chef en 1953 et chef en 1956. En 1962, il fut nommé Adjoint spécial aux gouverneurs de la Banque.

M. Lawson et son épouse, née Katharine Macdonnell, ont une fille; ils habitent Ottawa.

### Cover: British Columbia gold \$20

In the late 1850s, gold was discovered in the Fraser River and Cariboo districts of British Columbia. The gold rush that followed brought a large influx of new inhabitants, changing the colony virtually overnight from a small settlement based on fur-trading to a rapidly expanding one. The almost complete lack of a circulating medium occasioned great inconvenience. In 1859 the Governor, James Douglas, requested Her Majesty's Government to ship out a specified quantity of gold, silver and copper coins. Silver and copper coins amounting to little more than half the value requested were shipped but no gold coins. The Governor, well aware that California had solved a similar problem during the gold rush of 1849 by minting large quantities of the newly mined gold, decided in 1862 that the most logical and direct way to meet the situation was to set up a mint at New Westminster and coin \$10 and \$20 gold pieces. Minting machinery was purchased in San Francisco, and the dies for the first coins were engraved there by a renowned engraver, Albert Kuner. Production started shortly thereafter. Specimens of the new coins were sent to Great Britain but the whole plan met with immediate disapproval. The right to strike and issue coins was the prerogative of the Crown, not of an official in a remote colony. No more coins were struck and the mint was dismantled. The exact number of pieces produced is not known as the mint records have disappeared. At present, nine \$20 gold pieces and seven \$10 gold pieces are accounted for in public and private collections. The last piece to come on the market was the \$20 gold piece in King Farouk's collection which was sold in 1954 for £1400. It is estimated that if a piece came on the market to-day it would bring not less than \$25,000. The piece illustrated on the front cover is an electrolytic reproduction produced for the Bank of Canada's Numismatic Collection by the Royal Mint, London. Photography by John Evans, Ottawa.

### Subscriptions

Canada and the United States: \$10.00 per annum; \$25.00 for three years. All other countries: \$12.00 per annum; \$30.00 for three years.  
Public Libraries, Libraries of the Government of Canada and of Canadian provincial and municipal Governments (including Crown corporations and agencies), Libraries of Canadian and foreign educational institutions: one half of the regular rate. Subscription rates include the cost of postage at third class rates in Canada and the United States, airtail for other countries.  
Reprints of articles are available in packages of ten copies at a price of \$1.00. Individual copies of the Review may be obtained at all Bank of Canada Agencies at a price of \$1.00 per copy.  
Remittances should be made payable to the Bank of Canada, collectable in Canadian currency.  
Correspondence should be addressed to: Bank of Canada Review,  
Bank of Canada,  
Ottawa K1A 0G9,  
Canada

The content of the Review may be reproduced or referred to provided that the Bank of Canada Review, with its date, is specifically quoted as the source.

### Couverture: Pièce d'or de \$20 de la Colombie-Britannique

Vers la fin des années 1850, on découvrit de l'or en Colombie-Britannique, dans les districts du Fraser et de Cariboo. La ruée vers l'or qui s'ensuivit attira dans la région une foule de gens, transformant presque du jour au lendemain une petite colonie vivant du commerce des fourrures en une région en pleine expansion. En 1859, le gouverneur James Douglas demanda au gouvernement britannique de lui expédier une certaine quantité de pièces d'or, d'argent et de cuivre. Il reçut un peu plus de la moitié des pièces d'argent et de cuivre réclamées, mais aucune pièce d'or. Le Gouverneur, se rappelant que la Californie avait résolu un problème semblable au sien à l'occasion de la ruée vers l'or de 1849 en monétisant en grandes quantités le métal fraîchement extrait, en arriva en 1862 à la conclusion que le plus simple et le plus logique était de créer un hôtel de la monnaie, à New Westminster, et de frapper des pièces d'or de \$10 et de \$20. L'équipement nécessaire fut acheté à San Francisco et les premières matrices furent gravées par un spécialiste de renom, Albert Kuner. Les premières pièces sortirent peu après. Des spécimens furent envoyés en Grande-Bretagne, où le projet fut immédiatement désapprouvé, car le droit de battre monnaie était une prérogative de la Couronne, et non des autorités d'une lointaine colonie. La frappe fut arrêtée et l'équipement démonté. On ne sait exactement combien de pièces ont été frappées car les registres ont disparu. On dénombre à l'heure actuelle neuf pièces d'or de \$20 et sept de \$10 appartenant à des collections privées ou nationales. La dernière pièce de cette série à faire l'objet d'une transaction a été le \$20 provenant de la collection du roi Farouk, qui atteignit le prix de £1400 en 1954. On estime que si l'une de ces pièces venait aujourd'hui sur le marché, elle ne se vendrait pas moins de \$25,000. L'échantillon représenté sur la couverture est une reproduction électrolytique réalisée par la Monnaie royale de Londres pour la Collection numismatique de la Banque du Canada. Photographie: John Evans, Ottawa.

### Abonnements

Canada et États-Unis: 1 an, \$10; 3 ans, \$25. Tous autres pays: 1 an, \$12; 3 ans, \$30.  
Bibliothèques publiques, bibliothèques du gouvernement canadien, des gouvernements provinciaux et municipaux du Canada (y compris celles des sociétés et agences de la Couronne), bibliothèques des établissements d'enseignement au Canada ou à l'étranger: demi-tarif pour les exemplaires expédiés sous un seul pli.  
L'abonnement comprend les frais de port, par courrier de troisième classe au Canada et aux États-Unis, par avion pour les autres pays.  
On pourra se procurer des tires à part d'articles parus dans la Revue, au prix de \$1 le paquet de 10 exemplaires.  
On pourra également se procurer des exemplaires de la Revue à toutes les agences de la Banque du Canada, au prix de \$1 chacun.  
 Paiement à l'ordre de la Banque du Canada.  
 Adresser toute correspondance à: La Revue de la Banque du Canada  
Banque du Canada  
Ottawa K1A 0G9  
Canada

Reproduction autorisée à condition que la source - Revue de la Banque du Canada, mois et année - soit formellement indiquée.

## The Bank of Canada during the war years "

George S. Watts

*This, the fourth of a series of articles on the history of central banking in Canada, deals with the operations of the Bank of Canada during the second world war.*

The 1939-45 war had a major impact on the Bank of Canada, coming as it did just over four years after the Bank opened its doors. There had barely been time for the Bank to settle into its routine operations and its broader central banking role when the outbreak of war abruptly interrupted its peacetime evolution. The war lasted almost six years and since Canada was not really on a peacetime footing in the year or two of the surrounding penumbra, there was a break of about eight years during which conditions were far from normal. Yet one cannot ignore this phase and pick up the threads seven or eight years later with the return of more normal peacetime conditions. Too much had happened: substantial changes had occurred in the Canadian economy and in public attitudes; there was a very different international environment and the Bank, with the experience gained in carrying out its wartime functions, was not the same institution as before the war. Thus the wartime years deserve careful attention, if not in detail in so far as activities directly relating to the war are concerned, at least in so far as the events of this period shaped the ongoing evolution of the Bank.

### The pre-war preparations

As tension mounted in Europe in 1938, particularly after the Munich crisis in September, the Bank of Canada took part in official efforts to develop a framework of plans that could be introduced quickly to meet the various contingencies expected in the event of war. It became clear at an early stage in this planning that the Bank of Canada's initial

*Mr. Watts has been with the Bank since 1936 and currently is a research adviser in the International Department.*

## La Banque du Canada pendant les années de guerre

George S. Watts

*L'article qui suit est le quatrième d'une série consacrée à l'histoire de l'institut d'émission au Canada. Il traite du rôle de la Banque du Canada à l'époque de la seconde guerre mondiale.*

La guerre de 1939-1945 marqua profondément le développement de la Banque du Canada qui, au déclenchement des hostilités, avait seulement un peu plus de quatre ans d'existence. A peine la Banque avait-elle mis au point ses opérations courantes et réellement assumé ses attributions de banque centrale que la guerre venait brutalement infléchir le cours de son évolution. Le conflit proprement dit dura presque six ans, mais le Canada n'était pas vraiment en temps de paix durant les mois qui précédèrent et suivirent les hostilités, de sorte que le cours normal des activités fut interrompu pendant près de huit ans. On ne saurait simplement négliger cette phase de l'histoire de la Banque et passer sans plus à l'époque où la situation s'était normalisée, sept ou huit ans plus tard. Trop de choses en effet s'étaient produites; sur le plan intérieur, l'économie et l'opinion publique s'étaient transformées, tandis que le contexte international était lui aussi devenu très différent; la Banque elle-même, par suite de l'expérience acquise pendant les années de guerre, s'était profondément modifiée. Cette période mérite donc d'être étudiée attentivement et, s'il n'est pas nécessaire de passer en revue toutes les opérations directement liées à la guerre, il importe du moins de voir dans quelle mesure les événements de cette époque ont influé sur l'orientation de la Banque.

### La période antérieure à la guerre

Comme la tension montait en Europe en 1938, tout particulièrement après la crise de Munich en septembre, la Banque du Canada participa avec les autorités à l'élaboration d'un ensemble de mesures susceptibles d'être mises en

*M. Watts est à la Banque depuis 1936; il est actuellement conseiller en recherches au Département des relations internationales.*

responsibility would be related to the protection of the foreign exchange value of the Canadian dollar.

Experience in 1919-23 and 1931-35 had shown clearly that pressure on the Canadian dollar could be expected in the event of large-scale fluctuations in sterling. Although the dollar remained surprisingly stable in 1938, pressure developed in September of that year following a major decline in sterling. It was evident that in the event of war the foreign exchange value of sterling and of other major overseas currencies would fall and that the magnitude of potential speculative capital movements affecting the Canadian dollar was far in excess of the gold and foreign exchange reserves that could be employed by the Bank of Canada in stabilizing the dollar.

It is difficult to pinpoint the exact time when the Bank of Canada and the Government began to consider seriously the question of imposing some form of foreign exchange control in the event of war. But by early 1937, prospects had become sufficiently ominous for consideration to be given to whether it would be desirable or feasible to introduce controls should war break out. A number of countries had adopted foreign exchange controls during the 1930s and studies were made of the experience of these countries and of the plans of other countries, though because of Canada's different circumstances these were of limited value. The arguments for exchange control during a major conflict were very strong but there were serious fears that it could prove impracticable to operate and disruptive to the economy. This concern arose from the closeness of economic and financial ties between Canada and the United States, and from the fact that it was expected that Canada would become a combatant if war broke out while the United States would remain neutral, at least for some time. In retrospect the successful operation of foreign exchange control shows that these fears were much exaggerated. It should be remembered, however, that policy decisions in the late 1930s had to be made on the basis of only limited factual information on Canada's international payments structure.

In early 1938 the decision was reached that controls would probably be necessary and that the preparation of plans would provide the clearest idea of the difficulties involved. Mr. Sidney Turk, chief of the Foreign Exchange Division of the Bank, was relieved of the major portion of his regular duties so that he could devote most of his time to the study of foreign exchange controls and to the preparation of a plan for Canada. Initially, in the interest of secrecy, he worked virtually alone. The work

place rapidement afin de parer aux divers problèmes qui ne manqueraient pas de se poser en cas de guerre. Dès le début de ces préparatifs, il apparut que la mission première de la Banque du Canada aurait trait à la défense de la valeur du dollar canadien sur les marchés des changes.

L'expérience des années 1919 à 1923 et 1931 à 1935 laissait présager que le dollar canadien serait l'objet de pressions en cas de fortes fluctuations de la livre sterling. Si notre monnaie demeura étonnamment stable en 1938, elle n'en fut pas moins sujette à certaines tensions en septembre, à la suite d'une chute du sterling. Il était clair qu'en cas de guerre le cours de la livre et des autres grandes devises d'outre-mer baisserait sur les marchés des changes et que le dollar canadien serait exposé à subir le contrecoup de mouvements de capitaux spéculatifs d'une ampleur telle que les réserves d'or et de devises dont la Banque du Canada pourrait disposer pour stabiliser la monnaie nationale se révéleraient tout à fait insuffisantes.

Il est difficile de déterminer à quel moment précis la Banque et le Gouvernement commencèrent à envisager sérieusement l'institution d'une forme quelconque de contrôle des changes en cas de guerre. Vers le début de 1937, en tout cas, les perspectives s'étaient à tel point assombries qu'on s'interrogea sur l'opportunité ou la possibilité d'instaurer des mesures de contrôle, au cas où les hostilités viendraient à éclater. Comme un certain nombre de pays avaient adopté des réglementations de ce genre au cours des années trente, on étudia les méthodes appliquées et les résultats obtenus; on examina également les dispositions prévues par d'autres États, tout en gardant à l'esprit que les particularités de la situation au Canada limitaient la valeur des enseignements à tirer des expériences étrangères. Si des arguments très puissants militaient en faveur du contrôle des changes lors d'un conflit international, on craignait néanmoins qu'un tel contrôle ne se révélât extrêmement difficile à appliquer et n'eût des effets néfastes sur l'économie. Ces inquiétudes se fondaient sur l'étroitesse des liens économiques et financiers qui existaient entre le Canada et les États-Unis, ainsi que sur la forte probabilité que le Canada s'engagerait dans un éventuel conflit tandis que les États-Unis resteraient neutres, au moins pendant quelque temps. Le bon fonctionnement du contrôle des changes a prouvé que ces craintes étaient excessives. Rappelons cependant que vers la fin des années trente les autorités n'avaient pour déterminer leur politique qu'un nombre assez restreint de renseignements concrets sur la structure des paiements internationaux du Canada.

Vers le début de 1938, on en arriva à la conclusion que des mesures de contrôle seraient probablement nécessaires et que l'établissement d'un plan

proceeded continuously though the pace varied somewhat with the apparent urgency. By early 1939 plans had advanced far enough to be presented to the Deputy Minister of Finance, Dr. Clark, and a little later to the Minister of Finance. It was agreed to proceed with the development of a fully operative scheme that could be instituted if needed. A complicating factor in the planning was the need to design and order forms in advance and to have adequate supplies distributed strategically across the country; this aspect of the planning involved considerable time and had to be carried out while maintaining secrecy. If it had become known prematurely that plans for foreign exchange control were being prepared, some of the objectives of the controls would have been defeated and quite likely there would have been disruptive outflows of capital.

When Canada declared war on 10 September 1939, the planning was virtually complete and on 16 September foreign exchange control was brought into effect. Although there was some risk in delaying the introduction of controls even for a few days, it was thought desirable to do it over a week-end. On Friday 15 September a group of senior chartered bank officials and a few others inside and outside the Government who were directly concerned were summoned to the Bank of Canada. They were advised on the system of control and were effectively isolated from outside contacts until the close of markets. In the meantime supplies of regulations and of operating forms had been stored at the Bank's agencies for immediate distribution to the chartered banks. Although the banks were open on Saturday morning and it was realized that there might be some initial confusion, it was hoped that with the week-end for the banks' staffs to study the regulations it would be possible to restore order on Monday. In the event, the plan was implemented smoothly without any rumours or leaks, though a U.S. financial paper had raised the possibility that Canada might adopt controls following the announcement of controls by the United Kingdom immediately after the declaration of war on 3 September. This was no more than reasonable speculation in the circumstances.

The Foreign Exchange Control Board  
The War Measures Act of 1914 provided the necessary authority for the Order in Council that introduced foreign exchange control, effective 16 September 1939. The Order established a Foreign Exchange Control Board as a separate body directly responsible to the Government, but

précis constituerait le meilleur moyen de déceler les difficultés qu'elles comporteraient. M. Sidney Turk, qui dirigeait le Service du change étranger à la Banque, fut déchargé de la plupart de ses fonctions pour pouvoir se consacrer presque entièrement à l'étude du contrôle des changes et à l'élaboration d'un ensemble de mesures applicable au Canada. Au début, afin de préserver le secret, il travailla pour ainsi dire seul. Le rythme des travaux varia quelque peu en fonction de l'urgence apparente du problème, mais ceux-ci se poursuivirent néanmoins sans interruption. Au début de 1939, les plans étaient suffisamment avancés pour pouvoir être soumis au sous-ministre des Finances, M. Clark, puis au ministre, un peu plus tard. Il fut alors convenu de mettre au point les modalités d'application du système afin de pouvoir l'instituer en cas de besoin. La planification était d'autant plus difficile qu'il fallait concevoir et faire imprimer des formules à l'avance, et en expédier des réserves suffisantes à des endroits stratégiques du pays, opération qui exigeait beaucoup de temps et devait être exécutée dans le plus grand secret. En effet, si la nouvelle de la préparation des mesures de contrôle des changes s'était ébruitée prématurément, certains des objectifs en auraient été compromis, et il se serait vraisemblablement produit des sorties de capitaux perturbatrices.

Lorsque le Canada entra en guerre, le 10 septembre 1939, la mise au point du projet était presque achevée de sorte que la réglementation des changes put entrer en vigueur le 16. Malgré le risque qu'il y avait à retarder, ne fût-ce que de quelques jours, l'application de ces mesures, il parut préférable de les mettre en œuvre en fin de semaine. Le vendredi 15 septembre, un certain nombre de dirigeants de banques à charte ainsi que quelques autres personnes qui, de par leur fonction au gouvernement ou dans le secteur privé, étaient directement intéressées furent convoqués à la Banque du Canada. Ils y furent informés du dispositif de contrôle prévu, et privés de la possibilité de communiquer avec l'extérieur avant l'heure de clôture des marchés. Dans l'intervalle, les agences de la Banque avaient reçu des stocks de brochures d'instructions et de formules à distribuer aux banques à charte en temps opportun. Celles-ci étant ouvertes le samedi matin, on n'exclut pas l'éventualité d'une certaine confusion au début; toutefois, comme le personnel des banques disposait de la fin de semaine pour étudier ces directives, on espérait que dès le lundi tout reviendrait dans l'ordre. En l'occurrence, l'opération se déroula sans heurts et l'on n'eut à déplorer ni rumeurs ni fuites, encore qu'un journal financier américain eût évoqué la possibilité que le Canada adoptât des mesures de contrôle à l'instar du Royaume-Uni, qui avait instauré la réglementation des changes immédiatement après la déclara-

the relationship of the Board with the Bank of Canada was so close that in many respects the two were indistinguishable. The Bank was named as technical adviser and agent and was responsible for administration, staffing and quarters. Mr. Towers, Governor of the Bank of Canada, was chairman of the Board. Other members included the Deputy Minister of Finance, the Commissioner of Customs, the Director of Commercial Intelligence of the Department of Trade and Commerce, the First Secretary of the Department of External Affairs and later the Chief Inspector of the Post Office. The Board was given sweeping powers to control all transactions having international financial implications. In practice, the mechanics of foreign exchange control were largely in the hands of the chartered banks, or "authorized dealers" as they were officially designated, through which most of the buying and selling of foreign exchange and the handling and documentation of foreign trade and financial transfers passed. The banks were largely responsible for interpreting and implementing the rules. The Board's staff, initially under the direction of Mr. Donald Gordon, Deputy Governor of the Bank, and later Mr. Louis Rasminsky who was appointed chairman alternate and chief executive officer in 1942, was concerned mainly with supervision, the handling of large or exceptional cases, the formulation of policy for the consideration of the Board and the compilation and analysis of statistics.

The primary purpose of exchange control was to maintain exchange rate stability and to conserve foreign exchange for essential needs by ensuring that it was not used for non-essential purposes, particularly capital exports. As well as the possibility of speculative capital outflows, it was expected that the current account deficit with the United States would widen and that it would not be possible to finance this by conversion of Canada's surplus with sterling countries. Although the main concern was with capital movements, experience elsewhere and the practical problems involved left no doubt that only by making the system administratively all-embracing could enforcement be assured. Thus, all foreign exchange receipts had to be sold to an authorized dealer and all foreign exchange requirements obtained from an authorized dealer. In large measure the mechanics of foreign exchange control were based on the fact that most international transactions were not for cash but on terms of one to three months or longer, or on consignment or open account basis. Hence in order to ensure proper control it was necessary

ration de guerre du 3 septembre. Ce n'était là qu'une hypothèse raisonnable étant donné les circonstances.

### La Commission de contrôle du change étranger

La Loi des mesures de guerre de 1914 accordait au gouvernement le pouvoir de décréter le contrôle des changes, qui entra en vigueur le 16 septembre 1939. L'arrêté en conseil créait une Commission de contrôle du change étranger, organisme autonome relevant directement du gouvernement, mais dont les relations avec la Banque du Canada étaient si étroites qu'il était impossible, à maints égards, de l'en distinguer. La Banque se vit confier le rôle de conseiller technique et d'agent de la Commission; elle devait assurer le travail administratif et fournir le personnel et les locaux. M. Towers, Gouverneur de la Banque, fut nommé président de la Commission. En faisant également partie le sous-ministre des Finances, le commissaire aux Douanes, le directeur des Renseignements commerciaux au ministère de l'Industrie et du commerce, le premier secrétaire du ministère des Affaires extérieures et, plus tard, l'inspecteur en chef des Postes. La Commission reçut des pouvoirs très étendus de contrôle sur toutes les transactions ayant une dimension financière internationale. Dans la pratique, la réglementation des changes était assumée en grande partie par les banques à charte — désignées officiellement sous le nom de «négociants autorisés». En effet, presque tous les achats et ventes de devises étrangères, de même que les opérations et les formalités relatives au commerce extérieur et aux transferts de fonds, s'effectuaient par leur entremise. L'interprétation et l'application des dispositions étaient laissées dans une large mesure à l'appréciation des banques. Le personnel de la Commission, placé d'abord sous la direction de M. Donald Gordon, sous-gouverneur de la Banque, puis de M. Louis Rasminsky, nommé président suppléant et directeur général en 1942, s'occupait principalement de la surveillance des opérations, de la solution des affaires importantes ou sortant de l'ordinaire, de la formulation de la politique à soumettre à la Commission ainsi que de l'établissement et de l'analyse des données statistiques.

Le contrôle des changes visait en premier lieu à maintenir la stabilité du cours de notre monnaie et à conserver nos avoirs en devises afin d'assurer la couverture des besoins essentiels du pays; il s'agissait donc de prévenir tout emploi de ces avoirs à d'autres fins, en particulier aux exportations de capitaux. Outre la possibilité de sorties spéculatives de capitaux, on prévoyait un accroissement du déficit de nos opérations courantes avec les États-Unis,

to have a system in which the shipment of goods or financial paper could be checked later against the relevant financial transaction and if necessary investigated. In practice, the restrictive powers of the Board during the war were applied only to capital movements and after July 1940 to non-business travel in the United States. Importation of a wide range of non-essential goods from non-sterling countries was prohibited beginning in 1941 under the War Exchange Conservation Act of December 1940.

Although a fixed exchange rate is not a necessary feature of foreign exchange control the decision was taken to fix the rate on the Canadian dollar when controls were introduced. The rates selected — \$1.10 buying and \$1.11 selling for U.S. funds and \$4.43 and \$4.47 for sterling — were mainly based on the pragmatic consideration that these were the rates that had been reached in the market and on the fact that in past periods of instability in sterling the Canadian dollar had tended to fluctuate in the same direction and by about half the extent of the pound sterling in terms of the U.S. dollar. Provision had been made in the Exchange Fund Act of 1935 for the setting up of a Fund to "aid in the control and protection of the external value of the Canadian monetary unit".\* On 15 September 1939 the Exchange Fund Account was brought into operation and the Foreign Exchange Control Board was empowered to use the account in maintaining the exchange rate on the dollar. Since that time, the Bank of Canada has operated the Fund as agent of the Minister of Finance.

Since exchange control was the first of the major wartime controls to be introduced, it met with some hostility on the part of the public at this interference with normal activity. This was, of course, partly due to the unavoidable delays and frustrations during the initial period. The need for secrecy meant that the Foreign Exchange Control Board started virtually without staff and the Bank of Canada had to cope with all the administrative problems along with its regular duties. Senior officers of the Bank were forced to devote a large share of their time to the work of the Board during this period. Fortunately competent staff was soon obtained and the system of control was quickly improved, the period of "phony" war providing a breathing space during which the regulations could be reviewed and tested against actual operations.

\*See "Legislative birth of the Bank of Canada", Bank of Canada Review, August 1972.

lequel ne pourrait être financé par notre excédent avec les pays de la zone sterling. Bien que les mouvements de capitaux fussent le principal sujet de préoccupation, il paraissait certain que, compte tenu de l'expérience acquise dans d'autres pays et vu les problèmes d'ordre pratique, seul un dispositif d'application générale permettrait d'assurer un contrôle efficace. Aussi toutes les rentrées en devises devaient-elles être cédées aux «négociants autorisés» et toutes les demandes de monnaies étrangères leur être adressées. Les rouages du contrôle des changes reposaient en grande partie sur le fait que la plupart des transactions avec l'étranger n'étaient pas conclues au comptant mais à terme de un à trois mois ou plus, ou bien se faisaient en consignation ou en compte. Il fallait donc, pour pouvoir effectuer un contrôle efficace, concevoir un système qui permettrait de vérifier a posteriori la concordance des opérations commerciales ou financières avec les mouvements de fonds correspondants et d'enquêter au besoin. En réalité, la Commission se contenta de restreindre les mouvements de capitaux et, après juillet 1940, les voyages aux États-Unis à des fins autres que commerciales. C'est en vertu de la Loi de décembre 1940 sur la conservation des changes en temps de guerre que fut promulguée, au début de 1941, l'interdiction d'importer un vaste éventail d'articles non essentiels des pays n'appartenant pas à la zone sterling.

Bien que le contrôle des changes et fixé des taux de change n'aient pas obligatoirement de pair, il fut décidé d'établir le cours du dollar canadien à un niveau fixe lors de l'instauration des mesures de contrôle. La détermination des taux acheteur et vendeur — \$1.10 et \$1.11 pour le dollar américain, \$4.43 et \$4.47 pour la livre sterling — répondait surtout à une considération d'ordre pratique car ils correspondaient aux cotes du marché à ce moment. Par ailleurs, aux époques d'instabilité de la livre, on avait constaté une tendance du dollar canadien à marquer des variations parallèles à celles du sterling par rapport au dollar américain, mais d'une amplitude environ deux fois plus grande. La Loi de 1935 sur le fonds de change prévoyait la création d'un fonds «pour aider à contrôler et à protéger la valeur extérieure de l'unité monétaire canadienne»\*. Le Fonds des changes entra en activité le 15 septembre 1939 et la Commission de contrôle du change étranger fut habilitée à en utiliser les ressources pour maintenir le cours du dollar canadien. Depuis lors, c'est la Banque du Canada qui administre le Fonds pour le compte du ministre des Finances.

\*Voir La création de la Banque du Canada et son cadre juridique, Revue de la Banque du Canada, août 1972.



During 1940 a number of other steps were taken to conserve and mobilize foreign exchange. The war had taken an ominous turn and it was clear that there would be heavy demands on the Canadian economy and rising requirements for imports from the United States for defence purposes. It is interesting to note that when Mr. Towers returned from a trip to Britain in November 1939 he was greatly concerned about the slow progress there in preparations for war; his views undoubtedly added some urgency to the contingency planning underway in the Bank and within Government circles where the Governor served as an adviser. A census of Canadian holdings of foreign exchange and other assets was taken and on 30 April 1940 the Foreign Exchange Acquisition Order was enacted. This order required Canadian residents to sell all holdings of foreign exchange above certain minimum limits to the Foreign Exchange Control Board; at the same time another order provided for the sale of the Bank of Canada's holdings of gold to the Board and suspended the requirement that the Bank maintain gold reserves equal to 25 per cent of its note and deposit liabilities. The chartered banks were permitted to maintain the necessary working balances to carry out their duties as agents for the Board and later certain firms with a large number of foreign exchange transactions were permitted to hold foreign currency bank accounts, though all transactions were reported to the Board. As the war situation worsened other measures were taken, including the restrictions on non-business travel and prohibition of non-essential imports already mentioned. Later, arrangements were worked out with the United States under the Hyde Park Agreement whereby Canada sold certain types of defence goods to the United States and was thereby in a better position to pay for necessary imports.

#### Financing the war

Another major responsibility of the Bank of Canada during the war years evolved from its role as financial adviser and fiscal agent for the Government; as such it was responsible for managing the public debt, including arrangements for its issue and redemption. The first war loan - for \$200 million or \$250 million including conversions - was raised in the autumn of 1939, mainly by conventional methods. However, the Bank of Canada was assisted by a Special Advisory Committee composed of representatives of the investment dealers and the chartered banks; a "special names" list of large investors, both public and private,

Étant donné que la réglementation des changes était la première des importantes mesures restrictives de temps de guerre à être introduite, elle suscita une certaine hostilité chez le public, qui y voyait une entrave à ses activités normales. Ce sentiment était évidemment provoqué en partie par les délais et les obstacles inévitables au début. Du fait de l'obligation du secret, la Commission de contrôle du change étranger commença ses opérations avec un personnel extrêmement réduit et la Banque du Canada dut faire face à tous les problèmes administratifs posés par le nouveau système tout en continuant à accomplir ses tâches habituelles. La direction de la Banque fut obligée, à cette époque, de consacrer une bonne partie de son temps aux travaux de la Commission. Heureusement, on parvint rapidement à recruter du personnel compétent et à améliorer le dispositif de contrôle, le répit fourni par la «drôle de guerre» ayant été mis à profit pour revoir la réglementation des changes et la mettre à l'épreuve «sur le terrain».

Au cours de l'année 1940, un certain nombre d'autres mesures furent prises en vue de conserver et de mobiliser les réserves de change. Vu le tour que prenaient les événements, il devenait évident que l'économie canadienne serait appelée à fournir un gros effort et que les besoins de fournitures de guerre en provenance des États-Unis iraient en augmentant. Notons en passant que, à son retour d'un voyage effectué en Grande-Bretagne en novembre 1939, M. Towers s'était montré extrêmement préoccupé par la lenteur des préparatifs de guerre dans ce pays; son opinion contribua certainement à accélérer la préparation des plans d'urgence en cours à la Banque ainsi que dans les milieux gouvernementaux auprès desquels il avait un rôle de conseiller. Un inventaire des avoirs officiels de change et d'autres éléments d'actif fut suivi, le 30 avril 1940, de la promulgation de l'Ordonnance sur l'acquisition de la devise étrangère. Cette mesure obligeait les résidents canadiens à vendre à la Commission de contrôle du change étranger tous leurs avoirs en devises au-delà d'un certain montant; simultanément, une autre ordonnance stipulait le transfert, à la Commission, de l'or détenu par la Banque du Canada et suspendait l'obligation, pour celle-ci, de maintenir des réserves-or équivalent à 25 pour cent du passif constitué par les dépôts et les billets. Les banques à charte furent autorisées à garder en devises les sommes nécessaires à la conduite des opérations qu'elles exécutaient pour le compte de la Commission; par la suite, certains établissements qui effectuaient de nombreuses transactions en monnaies étrangères reçurent l'autorisation de détenir des comptes en devises dans les banques, mais toutes les transactions furent déclarées à la Commission. La situation internationale

was drawn up and they were approached directly by individual dealers appointed for this phase of the operation. This was a technique that had been used in connection with the First World War Victory Loans. In May 1940, the War Savings Committee was established to channel savings from small investors through the sale of War Savings Certificates and Stamps.

In September 1940 a second war loan raised \$325 million but by then it was becoming clear that with the quickening pace of wartime activity, the scale of financing requirements would necessitate formal machinery to handle large issues. A Victory Loan Committee was established with a central committee in Ottawa, provincial committees in the provinces and local committees in individual communities. The first Victory Loan, in June 1941, raised \$837 million and the method and operation used in this loan set the pattern for the eight succeeding Victory Loans. During 1941 further consideration was given to the most effective way of mobilizing savings. In the words of the official history of the National War Finance Committee: "As a result of these deliberations, it was decided to establish a single nation-wide organization whose functions would be the continuous planning, organization and administration of the arrangements for public loans. Effective January 1, 1942 the War Savings Committee was dissolved and its functions, powers, and organization were transferred to the National War Finance Committee, the new organization then established to look after all phases of Canada's wartime voluntary savings programme." It was responsible not only for the subsequent Victory Loans, but for promotional programmes and the sale of War Savings Certificates and Stamps.

Headquarters of the National War Finance Committee were established in one of the wings of the temporary building completed in 1940 next to the Bank of Canada; this building also housed the Foreign Exchange Control Board. There was necessarily a very close relationship between the War Finance Committee and the Bank of Canada. The first chairman of the Committee was Mr. G. W. Spinney, then Joint General Manager of the Bank of Montreal; a year later he was succeeded by Mr. Towers who occupied the post until the termination of the Committee in 1945. The deputy chairman was Mr. K. A. Henderson, Securities Adviser with the Bank of Canada. Other Bank officers also served at times with the Committee.

Some idea of the scope of the work of the Committee can be obtained

s'aggravant, les autorités instituèrent d'autres restrictions, limitant notamment les déplacements à l'étranger aux voyages d'affaires et interdisant les importations non essentielles, ainsi qu'il a été dit plus haut. Par la suite, des arrangements furent conclus avec les États-Unis, en vertu des Accords de Hyde Park, par lesquels le Canada vendait certaines fournitures de guerre aux États-Unis et se trouvait ainsi mieux en mesure de régler les importations jugées nécessaires.

#### Le financement de la guerre

Une autre fonction importante de la Banque du Canada pendant la guerre tenait à son rôle de conseiller et d'agent financier du gouvernement; à ce titre, elle était chargée de la gestion de la dette publique, notamment des opérations d'émission et de remboursement. Le premier emprunt de guerre - d'un montant de 200 millions de dollars, 250 millions si l'on tient compte des titres acquis par échange - fut lancé à l'automne 1939, en grande partie selon les méthodes traditionnelles. Néanmoins, la Banque du Canada était assistée de valeurs mobilières et des banques à charte. On dressa une liste spéciale des gros investisseurs - tant publics que privés -, qui furent approchés directement par des négociants désignés pour exécuter cette phase de l'opération. Cette technique avait déjà été appliquée lors des Emprunts de la victoire émis au cours de la première guerre mondiale. En mai 1940 fut créé le Comité d'épargne de guerre, qui reçut pour mission de canaliser les fonds des petits investisseurs vers l'achat de Timbres et de Certificats d'épargne de guerre.

Un deuxième emprunt de guerre, lancé en septembre 1940, procura au Trésor 325 millions de dollars, mais on ne tarda pas à s'apercevoir que, vu la croissance des activités de temps de guerre et l'ampleur des besoins de financement du gouvernement qui en résultait, la création d'un organisme spécialement chargé de l'administration d'emprunts de montant élevé s'imposait. On créa donc un Comité d'emprunt de la victoire comportant une organisation centrale à Ottawa ainsi que des comités provinciaux et locaux. Le premier Emprunt de la victoire, émis en juin 1941, permit de recueillir 837 millions de dollars; les méthodes et l'organisation utilisées à cette occasion servirent de modèle pour les huit Emprunts de la victoire qui suivirent. En 1941 on se remit à étudier comment mobiliser l'épargne avec un maximum d'efficacité. L'histoire officielle du Comité national des finances de guerre rapporte qu'à la suite de longues délibérations, il fut décidé de créer un seul organisme d'envergure nationale auquel incomberaient la planification, l'or-

from the number of people involved and the amount of funds raised. Although the full-time staff in Ottawa and in the provincial and unit headquarters was never more than 400, the temporary staff fluctuated from less than 100 to nearly 2,000 at peak periods and on one occasion the number of persons connected with a Victory Loan campaign, paid and voluntary, reached 150,000. In addition, the substantial increase in the public holdings of War Savings Certificates and Victory Loan bonds meant that a much larger staff was required by the Public Debt Division of the Bank.

In total the Committee handled the sale of over \$12 billion of long-term bonds or net sales (after redemptions) of \$9.5 billion. Since only an insignificant portion of this debt was financed through the chartered banks, it represented a direct borrowing from the general public and, along with substantially increased tax rates, did much to restrain inflationary pressures arising from the major transfer of real resources to wartime purposes.

#### Other wartime measures

As the war intensified and a growing share of the country's resources had to be directed to this purpose, controls on the domestic economy became increasingly necessary. In addition to foreign exchange controls the main instruments were price controls and rationing, wide-ranging controls over the supply and use of materials by industry and the mobilization of manpower resources. Although the Bank of Canada was not directly involved in such activities, members of the Bank's staff served on various committees related to these wartime activities and on occasion a few members were loaned on a full-time basis.

The Wartime Prices and Trade Board was established at the beginning of the war "to provide safeguards under war conditions against any undue enhancement in the prices of food, fuels and other necessities of life, and to ensure an adequate supply and equitable distribution of such commodities." Initially the Board's sweeping powers were used only selectively where special circumstances had contributed to increased prices. At the start of the war there was a good deal of slack in the economy but the cost-of-living index increased by 8 per cent between September 1939 and April 1941 and this was followed by a further 8 per cent increase over the next seven months. In October 1941, the Government imposed over-all price controls, involving rationing of

organisation et l'administration permanentes des emprunts d'État. Le Comité d'épargne de guerre fut dissout le 1<sup>er</sup> janvier 1942; ses attributions et ses pouvoirs, ainsi d'ailleurs que toute son organisation, furent transférés au Comité national des finances de guerre créé pour assurer l'exécution de toutes les phases du programme d'épargne volontaire de guerre au Canada. Le nouveau Comité fut chargé non seulement de l'organisation des Emprunts de la victoire mais également des programmes de publicité et de la vente des Timbres et des Certificats d'épargne de guerre.

Le siège du Comité national des finances de guerre fut installé dans une des ailes de l'immeuble provisoire, construit en 1940 à côté de la Banque du Canada, dans lequel se trouvait également logée la Commission de contrôle du change étranger. Il existait nécessairement des liens très étroits entre le Comité des finances de guerre et la Banque du Canada. Le premier président du Comité fut M. G. N. Spinney, à l'époque directeur général conjoint de la Banque de Montréal. Il fut remplacé un an plus tard par M. Towers, qui conserva ce poste jusqu'à la dissolution du Comité en 1945. M. K. A. Henderson, conseiller en valeurs à la Banque du Canada, en était le vice-président. D'autres hauts fonctionnaires de la Banque siégèrent également à plusieurs reprises au Comité.

Il suffit de mentionner le montant des fonds recueillis et le nombre de personnes qui ont pris part aux opérations du Comité pour donner une idée de l'ampleur de la tâche accomplie. Si le personnel à plein temps employé à Ottawa et dans les bureaux provinciaux ou locaux ne dépassa jamais 400, le nombre de collaborateurs occasionnels varia de moins de 100 à près de 2,000 en période de pointe; les effectifs, rémunérés ou bénévoles, participant de près ou de loin aux campagnes d'Emprunts de la victoire atteignirent même 150,000 à un moment donné. De plus, en raison de l'augmentation considérable des Certificats d'épargne de guerre et des Obligations de la victoire détenus par le public, la Banque dut accroître considérablement le personnel de la Section de la dette publique.

En tout, le Comité vendit plus de 12 milliards de dollars d'obligations à long terme, 9,5 milliards en chiffres nets (remboursements déduits). Comme seule une fraction infime de ces titres avait été achetée par les banques à charte, ce chiffre représentait un financement obtenu directement du grand public, qui, associé à la ponction fiscale en hausse sensible par suite de l'accroissement des taux d'imposition, contribua grandement à contenir les pressions inflationnistes résultant de l'affectation d'une grande partie des ressources productives du pays aux objectifs du temps de guerre.

some commodities and, in a few cases, payment of subsidies. In the following month Mr. Donald Gordon, Deputy Governor of the Bank of Canada, was appointed chairman of the Wartime Prices and Trade Board. He held this position until 1947 when he returned to the Bank. The post was one of immense responsibility and authority, calling for great drive and toughness, yet at the same time an awareness and sensitivity to the impact of the controls on the day-to-day life of every Canadian. The fact that this aspect of Canada's wartime economic policy was apparently more successful than similar efforts in other countries was due in large part to Mr. Gordon's leadership.

#### Impact on the Bank's operations

The war brought a substantial increase in the workload of the main operating departments of the Bank. As the war economy expanded and increasing numbers were drawn into the armed forces and the labour force, the rise in incomes and the much greater movement of population led to rising demands for currency. The Currency Department had to cope with sharply expanding note requirements: the active circulation of Bank of Canada notes increased fivefold during the war. In addition it had to handle a substantial inflow of gold for safekeeping during the early stages of the war. Large quantities of gold were transferred from overseas in 1940 following the German invasion of France; gold imports that year totalled 73.5 million ounces, of which 25 million ounces valued at \$900 million (Canadian) were, on balance, added to earmarked stocks. This brought the increase in such stocks over the two years, 1939 and 1940, to \$1.5 billion. The actual movements of gold into and out of earmarked stocks, particularly around the middle and end of 1940, were of course very much greater than these net figures suggest.

The Chief Accountant's Department and the Agencies were also stretched to their limits — there was a sharp expansion of receipts and disbursements through the Government's account and a number of foreign central bank accounts that previously had been largely inactive began to be used for financing war activities. As already mentioned, the enormous expansion of the public debt and, in particular, the success of the campaigns to sell bonds and certificates to small investors, added greatly to the work of the Public Debt Division. The expansion of the Bank's staff from 366 early in 1940 to almost 1,200 by the end of 1943 was largely accounted for by the growth of this Division and it was

#### Autres mesures du temps de guerre

Comme la guerre s'intensifiait et qu'il fallait y consacrer une part croissante des ressources du pays, des mesures de contrôle économique se révélèrent de plus en plus indispensables. Outre la réglementation des changes, on eut surtout recours au contrôle des prix, au rationnement, à une réglementation très étendue de l'approvisionnement et de l'utilisation des matières premières dans les entreprises, ainsi qu'à la mobilisation de la main-d'œuvre. La Banque n'était pas directement mêlée à ces activités, mais des membres de son personnel firent partie de divers comités œuvrant dans des domaines liés aux opérations de guerre, et certains d'entre eux furent même, à l'occasion, détachés auprès d'autres organismes.

La création, au début des hostilités, de la Commission des prix et du commerce du temps de guerre avait pour objectif «de prévenir toute augmentation exagérée des prix des aliments, du combustible et des autres denrées nécessaires à l'existence, et d'assurer un approvisionnement suffisant et une distribution équitable de ces denrées». Au début, la Commission usa de ses larges pouvoirs de façon sélective, lorsque des circonstances spéciales avaient contribué à une hausse des prix. Au commencement de la guerre, il y avait une marge appréciable de sous-emploi de l'appareil productif, mais l'indice du coût de la vie monta de 8% entre septembre 1939 et avril 1941, puis accusa une nouvelle hausse du même ordre au cours des sept mois suivants. En octobre 1941, le gouvernement institua un contrôle général des prix, ce qui donna lieu au rationnement de certains produits et, dans un certain nombre de cas, au versement de subventions. Le mois suivant, M. Donald Gordon, sous-gouverneur de la Banque du Canada, fut nommé président de la Commission des prix et du commerce en temps de guerre. Il occupa ces fonctions jusqu'en 1947, puis retourna à la Banque. Ce poste, qui constituait une charge écrasante, comportait un pouvoir énorme et exigeait de son titulaire une forte dose d'énergie et de détermination, ainsi qu'une conscience aigüe de l'incidence des mesures de contrôle sur la vie quotidienne des Canadiens. Le fait que cet aspect de la politique économique canadienne pendant la guerre semble avoir donné de meilleurs résultats que les opérations du même genre effectuées dans d'autres pays est certes attribuable en grande partie à l'impulsion que lui a donnée M. Gordon.

#### Incidence de la guerre sur les opérations de la Banque

La guerre augmenta sensiblement le travail des principaux départements d'exécution de la Banque. Parallèlement au développement de l'économie de

necessary to construct a separate permanent building on King Edward Avenue in 1942. The growth of the public debt also added to the work of the Agencies across the country.

As well as the additional burdens placed on the operating departments of the Bank, the war had a significant impact on other areas of the Bank. Both the Secretary's and Securities sections found themselves involved in the more complex activities of the Bank and other related organizations. For the Securities section, liaison with the National War Finance Committee was an important part of its functions; it also handled the Bank's expanded dealings in securities. With the introduction of exchange controls there was a need for more information on the balance of payments. The Research Department's work in this area expanded and became more specific. Mr. J. R. Beattie became Deputy Chief of the Research Department in 1940 and was responsible for much of its wartime direction as Mr. Skelton, chief of the Department, was seconded to various outside duties. Initially the Department was responsible for the statistical studies required by the Foreign Exchange Control Board but, as the need to conserve foreign exchange became more crucial, improved balance of payments data was required in order to make better and more frequent projections. A research and statistics section was established within the Foreign Exchange Control Board and a number of balance of payments experts from the Dominion Bureau of Statistics (now Statistics Canada) were made available. This arrangement continued during the Board's existence and had advantages in that not only did it provide experienced staff but it also enabled the DBS to improve its understanding of the balance of payments structure from the study of the Board's records. The Research Department of the Bank continued to be heavily involved in conjunction with the Board and with Government Departments in balance of payments work but other areas of research also had to be developed substantially.

Although there was a marked expansion of economic research within government departments and boards during the war, the Bank continued to have an important advisory role in areas outside its direct responsibility. One area of particular concern was tax policy. It was realized that if inflationary consequences were to be avoided, the war effort should be financed as much as possible through taxation. It was recognized that without flexibility and various adjustments, the sharp increase in taxation would be inequitable and would result in hardship. The Bank participated in the planning and development of a number of

guerre, l'accroissement des effectifs des forces armées et de la population active, la hausse des revenus et la plus grande mobilité de la population provoquèrent une demande croissante de numéraire. La Section de la monnaie dut faire face à une forte expansion de la demande de billets de banque, dont la circulation active quintupla entre le début et la fin de la guerre. De plus, cette Section eut à manipuler de grandes quantités d'or envoyées en dépôt au début des hostilités. Un gros volume d'or fut transféré des pays d'outre-mer au Canada en 1940, à la suite de l'invasion de la France par l'Allemagne; les entrées du métal précieux totalisèrent cette année-là 73.5 millions d'onces, dont 25, évalués à 900 millions de dollars canadiens, vinrent s'ajouter aux stocks gardés pour compte de tiers. Ces entrées portèrent à 1.5 milliard de dollars l'accroissement de ces stocks en 1939 et en 1940. Les entrées et sorties réelles d'or appartenant à des tiers, particulièrement vers le milieu et la fin de 1940, furent naturellement beaucoup plus importantes que ne l'indiquent ces données nettes.

La Comptabilité générale et les agences durent également travailler à la limite de leurs possibilités; les recettes et les dépenses au compte du gouvernement enregistrèrent une expansion rapide, et les comptes d'un certain nombre de banques centrales étrangères, relativement inactifs jusque-là, commencèrent à être utilisés pour le financement des activités de guerre. Comme nous l'avons déjà fait remarquer, la très forte croissance de la dette publique et, en particulier, le succès des campagnes de vente d'obligations et de certificats aux petits investisseurs entraînèrent un surcroît de travail considérable pour la Section de la dette publique. La croissance des effectifs de la Banque, passés de 366 début 1940 à près de 1,200 fin 1943, est attribuable pour une bonne part au développement de cette Section et nécessita la construction, en 1942, d'un immeuble permanent, avenue King-Edward. Le gonflement de la dette publique augmenta également le volume de travail des agences dans tout le pays.

Si la guerre imposa des tâches supplémentaires aux départements d'exécution de la Banque, elle eut également d'importantes conséquences dans d'autres services de cette institution. Ainsi, le Secrétariat et le Service des valeurs prêtèrent leur concours aux opérations les plus complexes de la Banque et de certains organismes aux attributions similaires. La liaison avec le Comité national des finances de guerre était un aspect important des fonctions du Service des valeurs, qui eut également à traiter un nombre accru d'opérations sur titres. L'introduction du contrôle des changes rendait nécessaire une meilleure connaissance de la balance des paiements: le Département des recherches accrut et spécialisa ses travaux dans ce domaine. Nommé

measures that would meet this problem, such as the tax rental agreements with the provinces, the payment of income taxes on a pay-as-you-earn basis, and a system of compulsory savings or refundable taxes.

### Monetary policy

At the policy level the war radically altered the role of the Bank of Canada. Responsibility for the external value of the Canadian dollar no longer rested with the Bank and the normal function of monetary policy was greatly circumscribed. Many aspects of the economy were controlled or regulated directly and the need to maximize the war effort was the overriding consideration. In some respects this meant that the Bank's role was simplified but, even with controls, the appropriate posture for the Bank in responding to the requirements of this situation became more difficult to gauge as the economy became more taut.

At the start of war, there was a good deal of slack in the economy and an expansion of credit was not regarded as inappropriate; some borrowing from the banks was deliberately undertaken. However as the economy responded to the demands of war, the Government and the Bank took the view that the financing requirements of the Government should be met to the maximum extent possible, first by taxation and second by direct borrowing from the general public. This policy was followed throughout the war with considerable success - the Annual Report for 1944, for example, notes that from 31 August 1939 to the end of 1944, tax receipts and borrowing from non-bank investors covered about five sixths of the Government's total requirements.

In general, the Bank continued to follow an easy money policy during the war. All of the long-term War and Victory Loan bonds were sold with a 3 per cent coupon except for the relatively small first War Loan which carried a 3¼ per cent coupon. The wartime policy of monetary ease and low interest rates was based on the premise that the various controls on the economy would keep inflationary forces in check and that it was necessary to ensure that financial considerations did not limit the scope of the war effort.

The management of the banking system's cash reserves was designed to permit the banks to respond to needed demands for credit and to meet the Government's requirements for direct financing but not to encourage them to buy on balance any appreciable amount of securities from the public. In fact, the imposition of controls narrowed the demand for goods and the increase in borrowing to finance war-related

sous-chef de ce Département en 1940, M. J. R. Beattie en assumait la direction durant la plus grande partie de la guerre, le chef, M. Skelton, ayant été détaché de la Banque pour occuper divers postes officiels. Au début, le Département des recherches effectua les études statistiques réclamées par la Commission de contrôle du change étranger mais, comme le besoin de conserver les avoirs de change se faisait plus impératif, il devint nécessaire de disposer de données plus détaillées sur la balance des paiements afin de pouvoir effectuer des projections plus précises et plus fréquentes. La Commission de contrôle du change étranger se dota d'une section de recherche et de statistique à laquelle furent affectés un certain nombre de fonctionnaires du Bureau fédéral de la statistique (actuellement Statistique Canada) spécialisés dans les questions de balance des paiements. Cette section fonctionna jusqu'à la dissolution de la Commission; elle présentait le double avantage de fournir à cette dernière des cadres expérimentés et de permettre au personnel du B.F.S. de mieux comprendre la structure de la balance des paiements en travaillant sur les dossiers de la Commission. Le Département des recherches de la Banque continua à collaborer activement avec la Commission et avec les ministères fédéraux à des études sur la balance des paiements, mais il dut également accorder une importance accrue à d'autres questions.

Si la recherche économique se développa fortement dans les commissions et les ministères gouvernementaux durant la guerre, la Banque continua néanmoins de jouer un rôle important de conseil dans des domaines qui ne relevaient pas directement de sa compétence. Un secteur particulièrement important était celui de la politique fiscale. On se rendait en effet compte que, pour éviter des effets inflationnistes, il fallait dans la mesure du possible financer l'effort de guerre par les recettes fiscales. On admettait également que, pour éviter que l'augmentation rapide des impôts n'entraînaît des situations injustes et ne fût une cause de privations, il fallait faire preuve de souplesse et prévoir divers aménagements. La Banque participa donc à l'élaboration et à la mise au point d'un certain nombre de mesures destinées à résoudre ces difficultés, telles que les accords avec les provinces sur la location des domaines fiscaux, le paiement échelonné des impôts sur le revenu et un système d'épargne obligatoire ou d'impôt remboursable.

### La politique monétaire

La guerre modifia profondément le rôle de la Banque du Canada en matière de détermination de la politique monétaire. La Banque n'était plus chargée de maintenir la valeur du dollar canadien sur les marchés de change et n'avait plus que des attributions fort réduites sur le plan de la politique mo-

activities was largely offset by a reduction in other types of advances. Consequently, the growth in chartered bank assets was concentrated mainly in holdings of Government securities and in temporary advances to finance purchases of Victory bonds by the public. Much of the increase in the banks' holdings of Government securities represented direct purchases of special six-month Deposit Certificates at an annual interest rate of  $\frac{3}{4}$  per cent and of  $1\frac{1}{2}$  per cent two-year notes.

Cash reserves were increased somewhat more than was necessary to maintain the pre-war ratio of cash to deposits, the ratio rising from about 10 per cent before the war to just under 12 per cent in 1944. This policy was followed in part to mitigate the effect of increasingly large temporary swings in the cash positions of individual banks and in part to hold down interest rates and permit the banks to make a market in Victory Loan bonds between issues.

#### Planning for the postwar period

One of the more striking features of the war years is the early stage at which planning for the postwar years was started – well before the outcome of the war was at all clear – and the extent to which such work continued to be carried out in conjunction with an all-out war effort. Undoubtedly this was partly due to the experience after the First World War and a realization that plans should be made to avoid a return to the conditions of the 1930s. In addition the public was coming to expect government to play an increasingly positive role in economic affairs.

The Annual Reports of the Bank during the first few years of the war largely dealt with questions of wartime financing but the 1942 Report (published in February 1943) and subsequent Reports all devoted some attention to postwar questions. The 1942 Report after briefly reviewing the growth of the economy since 1939 noted that "there may be a tendency to conclude that Government expenditure for other purposes, at a high enough level, is all that is required to prevent depression in peace time". The Report pointed out that such a conclusion was not warranted and stressed the unity of national purpose which made individuals willing to accept tax burdens and limitations on their freedom that in peace time would be unacceptable. The Report concluded:

*"After the war is over, the present driving stimulus to maximum employment and production will be removed. If we are to maintain full employment in peace time, we must substitute other objectives for the current will*

nétaire. De nombreux secteurs de l'économie étaient contrôlés ou réglementés directement, l'objectif premier étant l'intensification au maximum de l'effort de guerre. A certains égards, le rôle de la Banque s'en trouvait simplifié mais, en dépit de ces contrôles, il devint plus difficile pour elle, à mesure que s'accroissait la pression sur l'économie, de déterminer quelle était la meilleure attitude à adopter face aux exigences de la situation.

Au début des hostilités, le sous-emploi des ressources dans l'économie était assez important, de sorte qu'une expansion du crédit était envisagée d'un œil favorable; le gouvernement eut délibérément recours à quelques emprunts auprès des banques à charte. Cependant, à mesure que l'économie réagissait aux exigences de la guerre, les autorités politiques et la Banque jugèrent que les besoins de financement du gouvernement devaient être satisfaits, dans la mesure du possible, d'abord par le recours à l'impôt, ensuite par des emprunts souscrits directement par le public. Cette politique fut appliquée avec succès pendant toute la durée du conflit. Le Rapport annuel pour 1944, par exemple, signale que, du 31 août 1939 à la fin de 1944, les cinq sixièmes de l'ensemble des besoins de trésorerie du gouvernement furent financés par des recettes fiscales et par des emprunts provenant de sources autres que les banques.

La Banque continua en général à suivre une politique d'aisance monétaire pendant la guerre. Toutes les obligations à long terme émises à l'occasion d'Emprunts de guerre ou d'Emprunts de la victoire étaient assorties de coupons à 3%; seul le premier emprunt de guerre, de montant relativement faible, portait intérêt à  $3\frac{1}{4}$ %. Cette politique d'aisance monétaire et de faibles taux d'intérêt pratiquée pendant la guerre postulait que les diverses mesures de contrôle économique auraient pour effet de juguler les forces inflationnistes et partait du principe qu'il fallait avant tout empêcher la limitation de l'effort de guerre par des considérations d'ordre financier.

La politique de gestion des réserves-encaisse du système bancaire visait à permettre aux banques de répondre aux demandes légitimes de crédit et de satisfaire les besoins de financement direct du gouvernement, mais non à les encourager à acquérir en contrepartie un important volume de titres du public. En fait, les mesures de contrôle restreignirent la demande de biens, et l'accroissement des emprunts consacrés au financement des activités de guerre fut largement compensé par la diminution des autres catégories de concours financiers. Ainsi, la croissance des avoirs bancaires fut surtout le fait des portefeuilles de titres du gouvernement et des avances destinées à financer les achats d'Obligations de la victoire par le public. L'accroissement

*to win the war. Broadly speaking, our goals should be to provide a rising standard of living and to contribute to the establishment of a world economy which will remove the threat of war. However, concrete and detailed consideration and approval of the specific measures which must be taken to implement a general programme are necessary before broad policies can be effectively translated into action. Proper financial and economic policies can play an important part in the attainment of such peace objectives. But if we are to achieve success, I feel that we must have the same broad measure of public support behind those objectives that is now back of our efforts to win the war."*

The succeeding Annual Report (published in 1944 before the invasion of Europe) paid further attention to post-war problems and the kind of world that would emerge. It outlined the magnitude of the task of absorbing in a civilian economy the 2 million persons engaged in war-related pursuits, particularly as the number employed in producing products for civilian needs was smaller than before the war but the average standard of living was higher. The Report emphasized the extent to which a successful adjustment would depend on the level of world trade and Canada's share of it. The Governor stressed in the Report that Canada's interest in the establishment of a satisfactory system of international trade was greater than almost any other country and drew attention to the importance of the plans for international monetary arrangements being worked out by the United Nations. He mentioned that three plans had been put forward by British, American and Canadian experts which, though differing in certain respects, had the same broad objective – the provision of credit by countries on a collective basis in order "to achieve a reasonable degree of exchange stability and promote the exchange of goods."

This work, which led to the Bretton Woods Conference in 1944 and the establishment immediately after the war of the International Monetary Fund and other international institutions, had the full support of the Governor and the Bank. Senior officials of the Bank and of the Foreign Exchange Control Board, in particular Mr. Rasminsky, were very much involved in the planning for postwar international operation. Further attention will be devoted to this area in a subsequent article. The Bank also played a part in the domestic economic planning that went on within the Government. Various measures were involved (such as family allowances, introduced in 1944) which would help to

de ces portefeuilles bancaires de titres du gouvernement était attribuable dans une large mesure à des achats directs de certificats de dépôt spéciaux à six mois rapportant  $\frac{3}{4}$ % l'an et de billets à deux ans portant intérêt à  $1\frac{1}{2}$ %.

Les réserves-encaisse furent augmentées un peu plus que ne l'exigeait le maintien du coefficient encaisse/dépôts d'avant la guerre, puisque ce dernier passa d'environ 10% avant la guerre à un peu moins de 12% en 1944. Cette politique visait d'une part à atténuer l'effet des fluctuations de plus en plus prononcées de la trésorerie des banques, d'autre part à maintenir les taux d'intérêt à un niveau peu élevé et à permettre aux banques de créer un marché des Obligations de la victoire.

#### Les plans pour l'après-guerre

Un des traits saillants de cette période troublée fut que très tôt, bien avant que l'issue du conflit n'apparût clairement, on se préoccupa de l'organisation de l'après-guerre et qu'on y consacra une attention soutenue, tout en menant parallèlement un énorme effort de guerre. Les autorités se souvenaient, sans aucun doute, de l'expérience vécue après la première guerre mondiale et se rendaient compte de la nécessité de préparer l'avenir pour éviter un retour à la situation des années trente. En outre, il se dessinait dans la population une tendance à escompter un rôle de plus en plus positif des pouvoirs publics dans le domaine économique.

Si les Rapports annuels de la Banque publiés au cours des premières années du conflit traitaient surtout des questions relatives au financement en temps de guerre, le Rapport de 1942 (publié en février 1943) et ceux qui le suivirent accordèrent également quelque attention aux problèmes qui se manifesteraient après la guerre. Le Rapport pour 1942, après une brève rétrospective de l'évolution de l'économie depuis 1939, admettait qu'on pouvait être porté à conclure que pour empêcher une dépression en temps de paix, il s'agirait tout simplement de maintenir à un niveau suffisant les dépenses du gouvernement pour d'autres fins. Après avoir signalé qu'une telle conclusion n'était pas justifiée, le Rapport soulignait l'importance du sentiment d'unité nationale qui faisait accepter par la population un fardeau fiscal et des entraves à la liberté qui eussent été inconcevables en temps de paix. Le Rapport concluait en ces termes:

*La guerre terminée, la force d'impulsion actuelle vers le maximum d'emploi et de production disparaîtra. Pour maintenir l'embauchage intégral en temps de paix il faudra substituer d'autres objectifs à la volonté de gagner la guerre. D'une façon générale, on devrait viser à relever le standard de vie et à participer*

support the income of lower income groups. The Industrial Development Bank was established in 1944, as a subsidiary of the Bank of Canada, though it did not become fully operative until after the war; its purpose was to provide financing to credit-worthy small businesses which could not obtain it elsewhere on reasonable terms and conditions.

One of the measures of success of the economic policy followed in Canada during the war is that it gives the appearance of having followed an orderly course in which, for the most part, the necessary measures were carried out in the right way at about the right time. This was partially a reflection of far-sightedness and good planning but it also reflected a sensitive tactical response to rapidly changing conditions. The adjustment after the war owed much of its success to the planning done during the war. While many of the aspects of wartime experience had only limited relevance to the peacetime economy, there were lasting lessons for the Bank, as well as for the Government and the country as a whole, in the insight that it gave regarding the actual dimensions and capabilities of the Canadian economy.

*à l'établissement d'une économie mondiale qui fera disparaître les menaces d'une autre guerre. Cependant la mise en oeuvre d'un vaste plan d'ensemble exige au préalable une considération concrète et détaillée et l'approbation des mesures spécifiques nécessaires à son exécution. Pour atteindre à ces objectifs en temps de paix, une politique financière et économique appropriée peut jouer un rôle important. Mais, à mon sens, le succès exigera que le public donne à ces objectifs le même large concours qu'il apporte à nos efforts pour gagner la guerre.*

Le Rapport annuel suivant (publié en 1944 avant le débarquement en Europe) abordait encore une fois les problèmes de l'après-guerre et tentait d'esquisser le visage futur du monde. Le Gouverneur signalait l'ampleur de la tâche que constituerait la réinsertion dans une économie de temps de paix des deux millions de personnes occupées à des activités liées à la guerre, surtout compte tenu du fait que la production de biens à usage civil nécessitait une main-d'œuvre moins nombreuse qu'avant la guerre, mais que le niveau de vie moyen s'était élevé. Le Rapport insistait sur le fait que le volume des échanges internationaux et la part qu'y prendrait le Canada décideraient dans une large mesure de la réussite de cette adaptation. Le gouverneur soulignait que le Canada avait plus que tout autre pays, ou presque, intérêt à l'instauration d'un système satisfaisant de commerce international et attirait l'attention sur l'importance des projets d'accords monétaires internationaux auxquels travaillaient à l'époque les Nations Unies. Il mentionnait que les experts britanniques, américains et canadiens, avaient proposé trois formules qui, malgré certaines divergences, visaient toutes le même objectif global; à savoir: «que les pays doivent s'entendre pour l'octroi de crédits sur une base collective ... afin d'atteindre un degré raisonnable de stabilité des changes et de promouvoir les échanges de marchandises».

Ces travaux qui devaient conduire à la conférence de Bretton Woods en 1944 et à la création, dès la fin des hostilités, du Fonds Monétaire International et d'autres organismes internationaux avaient l'appui total de M. Towers et de la Banque. Les hauts fonctionnaires de la Banque et de la Commission de contrôle du change étranger, notamment M. Rasminsky, avaient pris une part très active à la préparation des plans de coopération internationale après la guerre. (Ce sujet sera étudié plus à fond dans un article à venir.) La Banque prit également part aux travaux de planification de l'économie canadienne, en cours dans les ministères fédéraux. Diverses mesures (par exemple, les allocations familiales, introduites en 1944) étaient à l'étude, qui visaient à assurer une certaine sécurité économique aux per-

sonnes à faible revenu. La Banque d'Expansion Industrielle, filiale de la Banque du Canada, vit le jour en 1944 mais n'entra vraiment en activité qu'après la guerre; son rôle était de fournir des concours aux petites entreprises qui offraient des garanties suffisantes mais ne pouvaient obtenir ailleurs un financement à des conditions raisonnables.

Le succès de la politique économique adoptée au Canada durant la guerre peut se mesurer à l'impression de continuité et de cohérence qui se dégage de l'histoire de cette période, pendant laquelle les mesures nécessaires ont été appliquées de façon appropriée, à peu près au moment opportun. Cette réussite est attribuable en partie à la perspicacité des autorités et à la qualité de la planification, mais également à une remarquable faculté d'adaptation face à une situation mouvante. Le succès de la transition au régime de paix était en grande partie le fruit des travaux préparatoires effectués durant la guerre. Bien qu'à maints égards l'expérience acquise pendant la tourmente fût difficilement transposable à l'économie de temps de paix, la Banque, les autorités et le pays tout entier en tirèrent des leçons durables du fait que les événements de cette époque leur permirent d'acquérir une meilleure compréhension de la dimension et du potentiel réels de l'économie canadienne.

## Record of press releases

## Communiqués reproduits à titre documentaire

*Major press statements issued by the Bank of Canada and selected other official releases of related interest are published below.*

*On trouvera sous cette rubrique certains communiqués importants publiés par la Banque du Canada ou par d'autres organismes officiels.*

### Bank of Canada 6 April 1973

The Bank of Canada announced tonight that the Bank Rate has been increased by  $\frac{1}{2}$  per cent to  $5\frac{1}{4}$  per cent effective April 9. The Bank Rate was set at  $4\frac{3}{4}$  per cent on October 25, 1971.

In commenting on the change the Governor of the Bank of Canada, Mr. Gerald K. Bouey, stressed that monetary policy in Canada will continue to be expansionary. The Bank remains firmly committed to maintaining rates of monetary growth high enough to support a strong expansion of Canadian output and employment.

Mr. Bouey said that the reasons for the increase in the Bank Rate relate to the recent substantial increases in short-term interest rates in the United States and overseas, and to the recent very rapid rates of bank credit expansion and monetary growth in Canada. The smaller increase in short-term interest rates in Canada than abroad has added to the demand for credit here. The rate of increase in bank loans, already very high, has become even higher; during the first quarter of 1973 chartered bank loans increased at an annual rate of 26 per cent. Despite considerable switching by the chartered banks from liquid assets into loans during this period, the banking system grew at a rate of 19 per cent a year, and public holdings of currency and bank deposits at a rate of 17 per cent a year.

Mr. Bouey said that substantial rates of bank loan and monetary expansion in Canada continue to be needed in order to finance the vigorous growth in output and employment now underway. But rates of monetary and credit expansion above those that are needed are undesirable because, due to the long time lags involved, they are likely to make it more difficult to contain inflation and maintain a high and rising level of employment at a later stage.

### Banque du Canada le 6 avril 1973

La Banque du Canada a annoncé aujourd'hui une hausse de  $\frac{1}{2}$  pour cent du taux d'escompte, qui passera à  $5\frac{1}{4}$  pour cent à compter du 9 avril. Ce taux avait été fixé à  $4\frac{3}{4}$  pour cent le 25 octobre 1971.

Le Gouverneur de la Banque du Canada, M. Gerald K. Bouey, a souligné, en commentant cette mesure, que la politique monétaire canadienne continuera d'être expansionniste. La Banque reste fermement attachée au maintien d'un taux d'expansion monétaire suffisamment élevé pour favoriser un fort développement de la production et de l'emploi au Canada.

Le Gouverneur a expliqué que les raisons de cette majoration du taux d'escompte étaient reliées à la hausse sensible accusée récemment par les taux d'intérêt à court terme aux États-Unis et sur d'autres marchés à l'étranger, ainsi qu'au rythme très rapide de croissance du crédit bancaire et d'expansion monétaire ces derniers temps au Canada. La progression des taux d'intérêt à court terme plus faible au Canada qu'à l'étranger a accru la demande de crédit dans notre pays. Le taux d'augmentation des prêts bancaires, déjà très élevé, s'est encore accéléré, atteignant 26 pour cent à taux annuel au premier trimestre de 1973. Bien que durant cette période les banques à charte aient remplacé dans une large mesure leurs avoirs liquides par des prêts, le taux annuel d'expansion du système bancaire s'est situé à 19 pour cent et la monnaie et les dépôts bancaires détenus par le public se sont accrus à un taux annuel de 17 pour cent.

M. Bouey a déclaré que le financement du vigoureux essor de la production et de l'emploi déjà en cours nécessitait le maintien d'un taux élevé de progression des prêts bancaires et d'expansion monétaire. Toutefois, des taux de croissance de la monnaie et du crédit supérieurs à ceux qui sont nécessaires ne seraient pas souhaitables car, en raison des longs délais de réponse, ces taux seraient susceptibles de rendre plus difficiles ultérieurement la lutte contre l'inflation et le maintien d'un niveau élevé et croissant d'emploi.

## The Group of Ten and the European Economic Community

16 March 1973

1. The Ministers and Central Bank Governors of the ten countries participating in the General Arrangements to Borrow\* and the member countries of the European Economic Community\* met in Paris on 16th March, 1973 under the chairmanship of Mr. Valéry Giscard d'Estaing, Minister of the Economy and of Finance of France. Mr. P.-P. Schweitzer, Managing Director of the International Monetary Fund, took part in the meeting, which was also attended by Mr. Nello Celio, head of the Federal Department of Finance of the Swiss Confederation, Mr. E. Stopper, President of the Swiss National Bank, Mr. W. Haferkamp, Vice-President of the Commission of the European Economic Community, Mr. E. van Lennep, Secretary-General of the Organisation for Economic Co-operation and Development, Mr. René Larre, General Manager of the Bank for International Settlements, and Mr. Jeremy Morse, Chairman of the Deputies of the Committee of Twenty of the IMF.
2. The Ministers and Governors heard a report by the Chairman of their Deputies, Mr. Rinaldo Ossola, on the results of the technical study which the Deputies have carried out in accordance with the instructions given to them.
3. The Ministers and Governors took note of the decisions of the members of the EEC announced on Monday. Six members of the EEC and certain other European countries, including Sweden, will maintain two and one quarter per cent margins between their currencies. The currencies of certain countries, such as Italy, the United Kingdom, Ireland, Japan, and Canada remain, for the time being, floating. However, Italy, the United Kingdom, and Ireland have expressed the intention of associating themselves as soon as possible with the decision to maintain EEC exchange rates within margins of two and one quarter per cent and meanwhile of remaining in consultation with their EEC partners.
4. The Ministers and Governors reiterated their determination to ensure jointly an orderly exchange rate system. To this end, they agreed on the basis for an operational approach towards the exchange markets in the near future and on certain further studies to be completed as a matter of urgency.
5. They agreed in principle that official intervention in exchange markets may be useful at appropriate times to facilitate the maintenance of orderly conditions, keeping in mind also the desirability of encouraging reflows of speculative movements of funds. Each nation stated that it will be prepared to intervene at its initiative in its own market, when necessary and desirable, acting in a flexible manner in the light of market conditions and in close consultation with the authorities of the nation whose currency may be bought or sold. The countries which have decided to maintain two and one quarter per cent margins between their currencies have made known their intention of concerting among themselves the application of these provisions. Such intervention will be financed, when necessary, through use of mutual credit facilities. To ensure fully adequate resources for such operations, it is envisaged that some of the existing "swap" facilities will be enlarged.

\*The Group of Ten comprises six of the member countries of the European Economic Community (Belgium, France, Germany, Italy, the Netherlands, and the United Kingdom), as well as four other countries (Canada, Japan, Sweden, and the United States). The other three member countries of the EEC, Denmark, Ireland, and Luxembourg, also participated in this meeting.

## Le Groupe des Dix et la Communauté Économique Européenne

le 16 mars 1973

1. Les Ministres et les Gouverneurs des Banques Centrales des dix pays\* participant aux Accords Généraux d'Emprunt et des pays membres de la Communauté Économique Européenne\* se sont réunis à Paris, le 16 mars 1973, sous la Présidence de M. Valéry Giscard d'Estaing, Ministre français de l'Économie et des Finances. M. Pierre-Paul Schweitzer, Directeur Général du Fonds Monétaire International, a pris part à cette réunion à laquelle assistaient également M. Nello Celio, Chef du Département Fédéral des Finances de la Confédération Suisse, M. E. Stopper, Président de la Banque Nationale Suisse, M. W. Haferkamp, Vice-Président de la Commission des Communautés Économiques Européennes, M. E. van Lennep, Secrétaire-Général de l'Organisation de Coopération et de Développement Économiques, M. René Larre, Directeur Général de la Banque des Règlements Internationaux ainsi que M. Jeremy Morse, Président des Suppléants du Comité des Vingt du Fonds Monétaire International.
2. Les Ministres et les Gouverneurs ont entendu un rapport de M. Rinaldo Ossola, Président de leurs suppléants, sur les résultats de l'étude technique effectuée par ceux-ci, conformément aux instructions qui leur avaient été données.
3. Les Ministres et les Gouverneurs ont pris note des décisions des Membres de la CEE qui ont été annoncées lundi. Six Membres de la CEE et certains autres pays européens, notamment la Suède, maintiendront la marge de fluctuation de 2.25 pour cent entre leurs monnaies. Les monnaies de certains pays tels que l'Italie, le Royaume-Uni, l'Irlande, le Canada et le Japon continuent pour le moment de flotter. Cependant, l'Italie, le Royaume-Uni et l'Irlande ont exprimé l'intention de s'associer aussitôt que possible à la décision de maintenir les taux de change de la Communauté européenne dans la marge de 2.25 pour cent et entre-temps de rester en étroite consultation avec leurs partenaires de la CEE.
4. Les Ministres et les Gouverneurs ont réaffirmé leur détermination d'assurer en commun un système de taux de change ordonné. A cette fin, ils se sont mis d'accord sur les bases d'une action pragmatique à l'égard des marchés des changes dans le proche avenir, ainsi que sur certaines autres études complémentaires à mener à bien dans les meilleurs délais.
5. Ils sont convenus en principe que des interventions officielles sur les marchés des changes intervenant à des moments appropriés, pourraient être utiles pour faciliter le maintien de conditions ordonnées, eu égard aussi au fait qu'il est souhaitable d'encourager le reflux des mouvements de fonds spéculatifs. Chaque pays a déclaré qu'il sera prêt à intervenir, sur son propre marché, de sa propre initiative, lorsque ce serait nécessaire et souhaitable, en agissant avec souplesse à la lumière des conditions du marché et en étroite consultation avec les autorités du pays dont la monnaie pourrait être achetée ou vendue. Les pays qui ont décidé de maintenir entre leurs monnaies une marge de fluctuation de 2.25 pour cent ont fait connaître leur intention de concerter entre eux l'application de ces dispositions. Ces interventions seront financées, le cas échéant, par le recours à des facilités de crédit mutuel. Pour assurer que les ressources nécessaires à ces opérations soient pleinement suffisantes, on prévoit d'élargir certaines des facilités de «swap» existantes.

\*Le Groupe des Dix comprend six des pays appartenant à la Communauté Économique Européenne - Allemagne, Belgique, France, Italie, Pays-Bas et Royaume-Uni - ainsi que quatre autres pays - Canada, États-Unis, Japon et Suède. Ont également participé à cette réunion les trois autres pays membres de la Communauté Économique Européenne - Danemark, Irlande et Luxembourg.

6. Some countries have announced additional measures to restrain capital inflows. The United States authorities emphasized that the phasing out of their controls on longer-term capital outflows by the end of 1974 was intended to coincide with strong improvement in the U.S. balance of payments position. Any steps taken during the interim period toward the elimination of these controls would take due account of exchange market conditions and the balance of payments trends. The U.S. authorities are also reviewing actions that may be appropriate to remove inhibitions on the inflow of capital into the United States. Countries in a strong payments position will review the possibility of removing or relaxing any restrictions on capital outflows, particularly long-term.

7. Ministers and Governors noted the importance of dampening speculative capital movements. They stated their intention to seek more complete understanding of the sources and nature of the large capital flows which have recently taken place. With respect to euro-currency markets, they agreed that methods of reducing the volatility of these markets will be studied intensively, taking into account the implications for the longer run operation of the international monetary system. These studies will address themselves, among other factors, to limitations on placement of official reserves in that market by member nations of the IMF and to the possible need for reserve requirements comparable to those in national banking markets. With respect to the former, the Ministers and Governors confirmed that their authorities would be prepared to take the lead by implementing certain undertakings that their own placements would be gradually and prudently withdrawn. The United States will review possible action to encourage a flow of euro-currency funds to the United States as market conditions permit.

8. In the context of discussions of monetary reform, the Ministers and Governors agreed that proposals for funding or consolidation of official currency balances deserved thorough and urgent attention. This matter is already on the agenda of the Committee of Twenty of the IMF.

9. Ministers and Governors reaffirmed their attachment to the basic principles which have governed international economic relations since the last war - the greatest possible freedom for international trade and investment and the avoidance of competitive changes of exchange rates. They stated their determination to continue to use the existing organisations of international economic cooperation to maintain these principles for the benefit of all their members.

10. Ministers and Governors expressed their unanimous conviction that international monetary stability rests, in the last analysis, on the success of national efforts to contain inflation. They are resolved to pursue fully appropriate policies to this end.

11. Ministers and Governors are confident that, taken together, these moves will launch an internationally responsible programme for dealing with the speculative pressures that have recently emerged and for maintaining orderly international monetary arrangements, while the work of reform of the international monetary system is pressed ahead. They reiterated their concern that this work be expedited and brought to an early conclusion in the framework of the Committee of Twenty of the IMF.

6. Certains pays ont annoncé des mesures supplémentaires visant à restreindre les entrées de capitaux. Les autorités des États-Unis ont souligné que la disparition progressive d'ici la fin de 1974 des contrôles imposés sur les sorties de capitaux à long terme doit coïncider avec une nette amélioration de la position de la balance des paiements de leur pays. Les mesures qui seraient éventuellement prises pendant la période transitoire en vue d'éliminer ces contrôles tiendraient dûment compte des conditions du marché des changes et de l'évolution de la balance des paiements. Les autorités américaines examinent aussi actuellement les mesures qu'il pourrait y avoir lieu de prendre pour supprimer les obstacles aux mouvements de capitaux vers les États-Unis. Les pays qui ont une forte situation de balance des paiements examineront la possibilité de lever ou d'assouplir les restrictions imposées aux sorties de capitaux, en particulier à long terme.

7. Les Ministres et les Gouverneurs ont noté combien il importe d'enrayer les mouvements de capitaux spéculatifs. Ils ont affirmé leur intention de parvenir à une meilleure compréhension de l'origine et de la nature des mouvements de capitaux de grande ampleur qui ont eu lieu récemment. En ce qui concerne les marchés des Euro-devises ils sont convenus que des méthodes permettant d'atténuer l'instabilité de ces marchés seront activement étudiées, en tenant compte des conséquences pour le fonctionnement à plus long terme du système monétaire international. Ces études porteront, entre autres, sur la limitation des placements de réserves officielles sur ces marchés par les pays membres du FMI et sur la nécessité éventuelle d'instituer sur ces marchés des réserves obligatoires comparables à celles qui existent sur les marchés bancaires nationaux. En ce qui concerne le premier point, les Ministres et les Gouverneurs ont confirmé que leurs autorités seraient prêtes à prendre l'initiative en donnant suite aux engagements selon lesquels ils procéderaient à une réduction progressive et prudente de leurs propres placements. Les États-Unis examineraient les mesures permettant d'encourager un mouvement de fonds en Euro-devises vers les États-Unis en fonction des conditions du marché.

8. Dans le cadre des discussions sur la réforme monétaire, les Ministres et les Gouverneurs sont convenus qu'il y aurait lieu d'examiner d'urgence et de façon approfondie des propositions concernant la consolidation des balances officielles en devises. Cette question figure déjà à l'ordre du jour du Comité des Vingt du FMI.

9. Les Ministres et les Gouverneurs ont réaffirmé leur attachement aux principes fondamentaux qui ont régi les relations économiques internationales depuis la dernière guerre - à savoir, assurer la plus grande liberté possible des investissements et des échanges internationaux et éviter des modifications compétitives des taux de change. Ils ont exprimé leur détermination de continuer à recourir aux organisations existantes de coopération économique internationale en vue d'assurer le maintien de ces principes dans l'intérêt de tous leurs membres.

10. Les Ministres et les Gouverneurs ont exprimé leur conviction unanime que la stabilité monétaire internationale repose en dernière analyse sur le succès des efforts nationaux pour contenir l'inflation. Ils sont résolus à poursuivre pleinement à cette fin des politiques appropriées.

11. Les Ministres et Gouverneurs sont convaincus que l'ensemble de ces mesures constitue un programme cohérent sur le plan international permettant de faire face aux pressions spéculatives qui se sont fait jour récemment et de maintenir une organisation monétaire internationale ordonnée pendant que les travaux relatifs à la réforme du système monétaire international seront activement poursuivis. Ils ont réaffirmé leur souci de voir ces travaux effectués rapidement et menés prochainement à bon terme dans le cadre du Comité des Vingt du Fonds Monétaire International.

## Committee of 20 of the Board of Governors, International Monetary Fund

27 March 1973

1. The Committee of the Board of Governors of the International Monetary Fund on Reform of the International Monetary System and Related Issues (the Committee of Twenty) held their second meeting in Washington on March 26 and 27, 1973, under the chairmanship of Mr. Ali Wardhana, Minister of Finance for Indonesia. By the courtesy of the Organisation of American States the meeting was held in the Pan American Union Building. Mr. Pierre-Paul Schweitzer, Managing Director of the International Monetary Fund, took part in the meeting which was also attended by Mr. Wilhelm Haferkamp, Vice-President of the E.E.C., Mr. René Larre, General Manager of the B.I.S., Mr. Emile van Lennep, Secretary-General of the O.E.C.D., Mr. Olivier Long, Director-General of the G.A.T.T., Mr. Manuel Pérez-Guerrero, Secretary-General of the U.N.C.T.A.D., and Sir Denis Rickett, Vice-President of the I.B.R.D.
2. The Committee received a report in which the Chairman of their Deputies, Mr. Jeremy Morse, summarised the Deputies' discussions to date on the adjustment process and exchange rate mechanism, reserve assets and convertibility, and capital flows.
3. The Members of the Committee reaffirmed the need for a world monetary order, based on cooperation and consultation within the framework of a strengthened International Monetary Fund, that will encourage growth of world trade and employment as well as economic development and will support the domestic efforts of monetary authorities throughout the world to counteract inflation.
4. The Members of the Committee exchanged views on the substance of international monetary reform in the light of recent developments in exchange markets and of countries' policy reactions to these developments, and instructed their Deputies to take account of these events and their implications in their continuing work. The Members of the Committee recognised that the various elements of reform are inter-linked. Their discussion of a reformed system centered on the following points:
  - (a) There should be a better working of the adjustment process, in which adequate methods to assure timely and effective balance of payments adjustment by both surplus and deficit countries would be assisted by improved international consultation in the Fund including the use of objective indicators. It was noted that the Deputies are establishing a technical group on indicators. The importance of effective domestic policies for balance of payments adjustment was underlined. Members of the Committee recognised that exchange rates must be a matter for international concern and consultation and that in the reformed system the exchange rate regime should remain based on stable but adjustable par values. It was also recognised that floating rates could provide a useful technique in particular situations. There was also general agreement on the need for exchange market stability and on the importance of Fund surveillance of exchange rate policies.
  - (b) There should be better international management of global liquidity. The role of reserve currencies should be reduced and the S.D.R. should become the principal reserve asset of the reformed system. The Deputies were asked to study further the conditions for a resumption of general convertibility, including questions relating to consolidation of excess reserve currency balances and to methods of settlement.

## Comité des Vingt du Conseil des Gouverneurs du Fonds Monétaire International

le 27 mars 1973

1. Le Comité du Conseil des Gouverneurs du Fonds Monétaire International sur la réforme du système monétaire international et les questions connexes (le Comité des Vingt) a tenu sa deuxième réunion à Washington les 26 et 27 mars 1973 sous la présidence de M. Ali Wardhana, Ministre des Finances de l'Indonésie. Grâce à la courtoisie de l'Organisation des États Américains, la réunion s'est tenue dans l'immeuble de l'Union panaméricaine. M. Pierre-Paul Schweitzer, Directeur général du Fonds Monétaire International, a pris part à la réunion, à laquelle assistaient également M. Wilhelm Haferkamp, Vice-Président de la CEE, M. René Larre, Directeur général de la BRI, M. Emile van Lennep, Secrétaire général de l'OCDE, M. Olivier Long, Directeur général du GATT, M. Manuel Pérez-Guerrero, Secrétaire général de la CNUCED et Sir Denis Rickett, Vice-président de la BIRD.
2. Les membres du Comité ont pris connaissance d'un rapport dans lequel le Président de leurs Suppléants, M. Jeremy Morse, résumait les discussions que les Suppléants ont eues, à ce jour, sur le processus d'ajustement et le mécanisme des taux de change, les avoirs de réserve et la convertibilité ainsi que les mouvements de capitaux.
3. Les membres du Comité ont réaffirmé la nécessité d'un ordre monétaire mondial fondé sur la coopération et la consultation dans le cadre d'un Fonds Monétaire International renforcé, qui favorisera la croissance du volume des échanges et de l'emploi dans le monde ainsi que le développement économique et appuiera les efforts que font les autorités monétaires nationales dans le monde entier pour faire échec à l'inflation.
4. Les membres du Comité ont eu des échanges de vues sur la teneur de la réforme monétaire internationale à la lumière des événements survenus récemment sur les marchés des changes et des réactions que ces événements ont provoquées de la part des différents pays, et ils ont donné mandat à leurs Suppléants de tenir compte de ces événements et de leurs incidences dans la poursuite de leurs travaux. Les membres du Comité ont reconnu l'interdépendance des divers éléments de la réforme. Leur discussion d'un système réformé a porté principalement sur les points suivants:
  - (a) Il y aurait lieu d'améliorer le fonctionnement du processus d'ajustement par des méthodes garantissant l'ajustement efficace et opportun des balances des paiements, tant dans les pays excédentaires que dans les pays déficitaires, associées à une consultation internationale mieux conçue au sein du Fonds, comportant l'emploi d'indicateurs objectifs. Il a été noté que les Suppléants ont créé un groupe technique sur les indicateurs. L'importance de politiques nationales efficaces pour l'ajustement de la balance des paiements a été soulignée. Les membres du Comité ont reconnu que les taux de change devaient être un objet de préoccupation et de consultation internationales et que dans le système réformé le régime des taux de change devait rester fondé sur des parités stables mais ajustables. Il a également été reconnu que les taux flottants pouvaient constituer une technique utile dans des situations particulières. Toutefois, la nécessité de la stabilité des marchés des changes et l'importance d'une surveillance exercée par le Fonds sur les politiques des taux de change ont été généralement reconnues.
  - (b) Il y aurait lieu d'améliorer la gestion internationale de la liquidité globale. Le rôle des monnaies de réserve devrait être réduit et le D.T.S. devrait devenir le principal instrument de réserve du système réformé. Les Suppléants ont été invités à poursuivre l'étude des conditions d'un retour à la convertibilité générale, et notamment de questions tou-

- (c) An intensive study should be made of effective means to deal with the problem of disequilibrating capital flows by a variety of measures, including controls, to influence them and by arrangements to finance and offset them. It was noted that the Deputies are establishing a technical group on disequilibrating capital flows, including those associated with Euro-currency markets.
- (d) There should be a strong presumption against the use of trade controls for balance of payments purposes. Developing countries would, however, be exempt wherever possible from trade and capital controls imposed by other countries and their particular circumstances would be taken into account in assessing controls that they themselves felt it necessary to apply.
5. The Members of the Committee recognised the concerns of developing countries under current conditions and their interests in a reformed system. They affirmed the desirability on the occasion of the reform of promoting economic development and the flow of real resources from developed to developing countries.
6. The Committee approved their Deputies' program of future work. In directing the attention of the Deputies to those aspects of reform which have an important bearing on the current situation, they recognised that procedures are already established for coordinating the work of the Executive Directors of the Fund with that of the Deputies. They noted that the Deputies plan to expand their meeting schedule and to intensify their work between meetings, and they instructed the Deputies to proceed urgently with the preparation of a draft outline of the reform, in which the major issues would be presented to the Committee for decision.
7. The Committee will meet again at a time to be proposed by the Chairman in the light of the progress of the Deputies' work.

- chant la consolidation des balances en monnaies de réserve en excès et les méthodes de règlement.
- (c) Il conviendrait d'étudier de façon approfondie le problème des mouvements de capitaux perturbateurs, par le recours à diverses mesures, notamment de contrôle des mouvements de capitaux, propres à agir sur eux et par des arrangements permettant de les financer et de les compenser. Il a été noté que les Suppléants avaient décidé de constituer un groupe technique pour l'étude des mouvements de capitaux perturbateurs, notamment des capitaux qui alimentent les marchés des euro-monnaies.
  - (d) Il y aurait lieu d'établir un préjugé défavorable contre l'emploi de contrôles des échanges à des fins d'amélioration de la balance des paiements. Toutefois, les pays en voie de développement devraient être, chaque fois que cela sera possible, à l'abri des mesures de contrôle des échanges et des mouvements de capitaux prises par d'autres pays et on devrait tenir compte de leur situation particulière pour porter un jugement sur les mesures de contrôle qu'eux-mêmes jugeraient nécessaire d'appliquer.
  5. Les membres du Comité ont reconnu les préoccupations des pays en voie de développement dans la situation présente et les intérêts qu'ils ont dans un système réformé. Ils ont affirmé qu'il était souhaitable à l'occasion de la réforme de promouvoir le développement économique et le transfert de ressources réelles des pays développés aux pays en voie de développement.
  6. Le Comité a approuvé le programme de travaux futurs des Suppléants. Attirant l'attention des Suppléants sur les aspects de la réforme qui ont une incidence importante sur la situation présente, ils ont reconnu que des procédures étaient déjà établies pour assurer la coordination entre les travaux du Conseil d'Administration du Fonds et ceux des Suppléants. Ils ont noté que les Suppléants envisageaient d'élargir leur calendrier de réunions et d'intensifier leurs travaux entre les réunions et ils ont donné aux Suppléants mandat de procéder d'urgence à la préparation d'un projet esquissant les grandes lignes de la réforme, dans lequel les questions primordiales seraient présentées au Comité, pour qu'il en décide.
  7. Le Comité se réunira à nouveau à une date qui sera proposée par le Président en fonction de l'état d'avancement des travaux des Suppléants.



# Bank of Canada Review

May 1973

3 What central banking is about  
*Text of a speech by G. K. Bouey,  
Governor of the Bank of Canada*

13 Record of press releases

#### Charts and statistics

- S1 Charts—index
- S17 Statistical tables—index
- S20 Major financial and economic indicators
- S25 Government of Canada fiscal position
- S26 Banking statistics
- S49 Capital markets and interest rates
- S74 Financial institutions other than banks
- S91 General economic statistics
- S107 External trade and international statistics
- S130 Notes to tables
- S166 Articles and speeches:  
May 1972 to April 1973

# Revue de la Banque du Canada

Mai 1973

3 Rôle et fonctions d'une banque centrale  
*Texte d'une allocution de M. G. K. Bouey,  
Gouverneur de la Banque du Canada*

13 Communiqués reproduits à titre documentaire

#### Graphiques et tableaux statistiques

- S1 Liste des graphiques
- S17 Liste des tableaux statistiques
- S20 Principaux indicateurs financiers et économiques
- S25 Trésorerie du gouvernement canadien
- S26 Statistiques bancaires
- S49 Les marchés de capitaux et les taux d'intérêt
- S74 Les institutions financières non bancaires
- S91 Statistiques économiques diverses
- S107 Commerce extérieur et statistiques internationales
- S130 Notes explicatives concernant les tableaux
- S166 Articles et allocutions:  
De mai 1972 à avril 1973

The Bank of Canada Review is published monthly under the direction of an Editorial Board composed of the following: Bernard Drabble, chairman; Dorothy Powell, editor; Grey Hamilton; Douglas Humphreys; Robert Johnstone; Alain Jubinville; Ross Wilson. Responsibility for the editorial content of the Review rests with this Board.

La Revue de la Banque du Canada est publiée mensuellement sous la direction d'un Comité de rédaction composé de M. Bernard Drabble, président, de M<sup>me</sup> Dorothy Powell, directrice de la rédaction, et de MM. Grey Hamilton, Douglas Humphreys, Robert Johnstone, Alain Jubinville et Ross Wilson. La responsabilité des pages de rédaction incombe au Comité.

### Cover: Pieces of eight

When the Spaniards came to the New World they found much that aroused their cupidity, particularly the rich gold and silver mines of Mexico and South America. Soon great treasury fleets began sailing regularly from the New to the Old World and for the first time in its history Europe had an abundant supply of both metals. The first mint in America was established by the Spaniards at Mexico City in 1536 and other mints were set up shortly thereafter in other parts of Mexico and in South America. The coin that was minted in the greatest quantity was a large silver piece with the value of 8 reales. This coin soon became the most acceptable trade coin throughout the world. During its history it was given several names: piece of eight, Spanish dollar and pillar dollar (from the pillars of Hercules which appear on the reverse side). It is the coin most frequently mentioned in pirate stories and tales of buried treasures. The last Spanish dollars were struck in 1825 but they continued to be legal tender in the United States until 1857 and in Canada until 1860. They still circulated freely in the coastal cities of China until the 1930s. The piece of eight illustrated on the front cover is in the Bank of Canada's Numismatic Collection. Photography by John Evans, Ottawa.

### Subscriptions

Canada and the United States: \$10.00 per annum; \$25.00 for three years. All other countries: \$12.00 per annum; \$30.00 for three years.  
Public Libraries, Libraries of the Government of Canada and of Canadian provincial and municipal Governments (including Crown corporations and agencies), Libraries of Canadian and foreign educational institutions: one half of the regular rate.  
Subscription rates include the cost of postage at third class rates in Canada and the United States, airfreight for other countries.  
Reprints of articles are available in packages of ten copies at a price of \$1.00.  
Individual copies of the Review may be obtained at all Bank of Canada Agencies at a price of \$1.00 per copy.  
Remittances should be made payable to the Bank of Canada, collectable in Canadian currency.  
Correspondence should be addressed to: Bank of Canada Review,  
Bank of Canada,  
Ottawa K1A 0G9,  
Canada

The content of the Review may be reproduced or referred to provided that the Bank of Canada Review, with its date, is specifically quoted as the source.

### Couverture: Pièce de huit

Quand les Espagnols débarquèrent au Nouveau Monde, ils y trouvèrent amplement de quoi éveiller leur cupidité, notamment les riches mines d'or et d'argent du Mexique et de l'Amérique du Sud. Bien vite, des convois de navires chargés de ces métaux précieux firent voile vers l'Europe qui, pour la première fois de son histoire, disposa d'or et d'argent en abondance. Le premier hôtel de la monnaie des Amériques fut créé en 1536 à Mexico par les Espagnols, qui ne tardèrent pas à en établir d'autres ailleurs au Mexique ainsi qu'en Amérique du Sud. Une grande pièce en argent valant huit réaux fut celle qui connut le plus grand nombre de frappes. Elle devint bientôt la monnaie la plus utilisée par les commerçants dans le monde entier. Au cours des temps, elle circula sous diverses appellations: pièce de huit, piastre espagnole, piastre à colonnes (en raison des Colonnes d'Hercule reproduites au revers). C'est d'ailleurs la pièce la plus souvent mentionnée dans les histoires de pirates ou de chasse au trésor. La frappe des piastres espagnoles cessa en 1825, mais elles continuèrent d'avoir cours légal jusqu'en 1857 aux États-Unis et jusqu'en 1860 au Canada. Elles circulaient encore en assez grande quantité dans les villes côtières de Chine au cours des années trente. La pièce de huit réaux reproduite sur la couverture fait partie de la collection numismatique de la Banque du Canada. Photographie: John Evans, Ottawa.

### Abonnements

Canada et États-Unis: 1 an, \$10; 3 ans, \$25. Tous autres pays: 1 an, \$12; 3 ans, \$30.  
Bibliothèques publiques, bibliothèques du gouvernement canadien, des gouvernements provinciaux et municipaux du Canada (y compris celles des sociétés et agences de la Couronne), bibliothèques des établissements d'enseignement au Canada ou à l'étranger: demi-tarif pour les exemplaires expédiés sous un seul pli.  
L'abonnement comprend les frais de port, par courrier de troisième classe au Canada et aux États-Unis, par avion pour les autres pays.  
On pourra se procurer des tirés à part d'articles parus dans la Revue, au prix de \$1 le paquet de 10 exemplaires.  
On pourra également se procurer des exemplaires de la Revue à toutes les agences de la Banque du Canada, au prix de \$1 chacun.  
 Paiement à l'ordre de la Banque du Canada.  
 Adresser toute correspondance à: La Revue de la Banque du Canada  
Banque du Canada  
Ottawa K1A 0G9  
Canada

Reproduction autorisée à condition que la source - Revue de la Banque du Canada, mois et année - soit formellement indiquée.

## What central banking is about =

Banks and banking -  
Central banks

Remarks by Gerald K. Bouey,  
Governor of the Bank of Canada,  
to The Canadian Club of Toronto,  
30 April 1973

Some of you may recall that last autumn, after having accepted an invitation from your President to speak to members of your Club in the latter part of November, I subsequently asked for a postponement. A number of events of some note occurred between the date of my acceptance in August and the scheduled date in November, but the relevant one in this connection was Mr. Rasminsky's decision to retire as Governor of the Bank. The topic I had planned to use was "What can be expected of monetary policy", and suddenly I felt more like asking the question than trying to answer it. Your President was most understanding. After my appointment on February 1st he renewed the invitation and I promised to show up this time. Today I would like to say something about the way I look at central banking and in the course of doing so refer to some recent events.

Anyone taking on a job like mine is bound to notice something all too familiar about the list of major economic problems which, he is told, demand his urgent attention. The level of unemployment, the trend of prices, international monetary and trade uncertainties - surely such a list must be an out-of-date one prepared several years ago for a predecessor. Unfortunately, the truth is that the problems central bankers have to worry about these days, whether in Canada or in other countries, are still the same hardy perennials. It is not much easier than it ever was for public policy to keep the economy expanding steadily along a satisfactory growth track. There are risks of falling off on either side - into inadequate growth and rising unemployment on the one hand, into worsening inflation on the other - and those concerned with economic

## Rôle et fonctions d'une banque centrale

Allocution prononcée par M. Gerald K. Bouey,  
Gouverneur de la Banque du Canada,  
devant le Canadian Club de Toronto  
le 30 avril 1973

Certains d'entre vous se rappellent peut-être que j'avais accepté une invitation de votre Président à prendre la parole devant les membres de votre Club au cours de la seconde quinzaine de novembre, mais que, à l'automne dernier, je lui avais proposé de remettre ma causerie à plus tard. C'est que, entre le moment où j'avais accepté cette invitation, en août, et celui où je devais prononcer l'allocution, en novembre, il s'était produit un certain nombre d'événements importants, dont le plus significatif, en l'occurrence, était la décision de M. Rasminsky de résigner ses fonctions de Gouverneur de la Banque du Canada. À l'époque, j'avais choisi comme sujet: «Que peut-on attendre de la politique monétaire?», mais, soudain, je me sentis plutôt enclin à poser la question qu'à tenter d'y répondre. Votre Président se montra extrêmement compréhensif. Il renouvela son invitation après ma nomination, qui eut lieu le 1<sup>er</sup> février, et je promis de ne plus lui faire faux bond. Aujourd'hui, toutefois, j'aimerais vous entretenir de ma conception du rôle d'une banque centrale et, ce faisant, évoquer certains faits d'actualité.

Quiconque se verrait confier un poste comme le mien ne pourrait manquer d'éprouver un certain sentiment de déjà vu devant la liste des grandes questions économiques qui, de l'avis général, réclament son attention de toute urgence. Niveau du chômage, évolution des prix, incertitudes de la situation monétaire internationale et des échanges mondiaux... sans doute s'agit-il d'une liste périmée, dressée voilà plusieurs années à l'intention d'un prédécesseur!

La vérité, malheureusement, c'est que les problèmes qui se posent actuellement aux dirigeants de banques centrales, que ce soit au Canada ou ailleurs, réapparaissent sans cesse comme les mauvaises herbes. Il n'est guère plus

policy must try to weigh these risks as best they can, knowing that the problems are not of a kind that yield to once-and-for-all solutions.

This is not the only reason why a new governor is likely to feel some trepidation. While in some quarters central banks once appeared to enjoy a quite undeserved reputation for omniscience, the opposite view – that both the motives and the competence of central banks should be regarded with suspicion – seems to have gained ground in recent years.

Up to a point, of course, it is possible even for a central banker to regard this shift in public opinion as a welcome move in the direction of realism. After all, there is no reason why those of us whose jobs involve us in the management of the nation's monetary affairs should not be expected, like anyone else, to be able to offer reasonable explanations for our actions.

On the other hand, some of us do find it a little difficult to recognize ourselves in the more extreme caricatures of central bankers that seem to be in vogue these days. Perhaps an illustration or two might help to make the point.

Some critics seem to believe that the typical central banker combines a pathological obsession for fighting inflation with a heartless disregard for the plight of the unemployed. This is alleged to be reflected in an habitual foot-dragging attitude towards monetary expansion together with continual harping on the evils of inflation.

Others suspect just the opposite – that in spite of much sanctimonious preaching against inflation central banks are in fact prime culprits in fuelling the process. Their record over the years is cited as proof that central banks can be counted on to permit a rising tide of money to finance chronic inflation, whether in response to the insatiable financial demands of governments or because of their own anxiety to avoid unpopularity.

Still others, conceding that central banks probably mean well, judge them to be merely incompetent and vacillating. According to this view, at the slightest rise in the inflation rate they jam the money tap tightly shut, and are quite surprised when this has no immediate effect on prices; later on, when the unemployment rate begins to rise, they not only fail to recognize this as being a predictable lagged effect of their own actions, but try to correct it by going to the other extreme and flooding the country with money. In this view central bankers, like the Bourbons, are incapable of learning anything from experience.

facile aujourd'hui que par le passé, pour les responsables de la politique du pays, de veiller à ce que l'économie progresse régulièrement suivant un profil de croissance satisfaisant. S'écarter de la voie idéale comporte toujours des risques, dans un sens ou dans l'autre: croissance insuffisante et hausse du chômage d'un côté, aggravation de l'inflation de l'autre; les responsables de la politique économique doivent s'efforcer de peser ces risques du mieux qu'ils peuvent, sans oublier que ces problèmes ne sont pas de ceux auxquels on peut trouver des solutions établies une fois pour toutes.

Ce n'est là qu'une des raisons pour lesquelles la vie d'un nouveau gouverneur n'est pas de tout repos. Si dans certains milieux les dirigeants de banques centrales continuent de jouir d'une réputation peu méritée d'omniscience, l'opinion contraire – selon laquelle leurs mobiles aussi bien que leur compétence doivent faire l'objet des plus grandes réserves – semble gagner du terrain depuis quelques années.

Naturellement, même un dirigeant de banque centrale peut dans une certaine mesure se réjouir de cette évolution de l'opinion dans le sens d'un plus grand réalisme. Après tout, il n'y a aucune raison de dispenser ceux qui de par leurs fonctions participent à la conduite des affaires monétaires du pays de l'obligation de justifier leurs actions au même titre que le commun des mortels.

Par contre, certains d'entre nous éprouvent quelque difficulté à se reconnaître dans les caricatures de dirigeants de banques centrales en vogue en ce moment. Quelques exemples aideront à préciser ma pensée.

Pour certains critiques, le dirigeant type de banque centrale est affligé à la fois d'une obsession morbide de l'inflation et d'une indifférence totale au problème du chômage. Cette attitude se traduirait par une réticence constante à favoriser l'expansion monétaire et par une propension à agiter inlassablement le spectre de l'inflation.

D'autres au contraire prétendent que, en dépit de leurs pieuses et nombreuses mises en garde contre l'inflation, ce sont surtout les banques centrales qui contribuent à alimenter le processus inflationniste. Les résultats de leur politique, au fil des ans, prouveraient qu'elles ont pris l'habitude de nourrir une inflation chronique par le jeu d'une expansion monétaire continue, soit pour satisfaire les besoins de financement insatiables de l'État, soit par crainte de se rendre impopulaires.

D'autres encore, tout en admettant que les banques centrales sont sans doute bien intentionnées, les jugent foncièrement incompétentes et irresolues. D'après eux, à la moindre hausse du taux d'inflation, elles s'empressent de

Without going so far as to claim that these caricatures are totally inaccurate, I do think that they reflect a less than perfect understanding of the problems faced by a central bank in a modern society.

Let me begin with a word about what I take to be the ultimate objectives of monetary management. My view, which is in no way new, is that the objectives of monetary policy are the same as those of public policy generally. Not only would it be presumptuous of the central bank to try to impose different goals of its own on the community, but it would also be quite unacceptable in a democratic country.

Among the most important objectives of public economic policy are sustained economic growth, high employment – that is to say, low unemployment – and reasonably stable price behaviour. These are difficult goals to achieve all at the same time, but I do not believe there is any major quarrel about them in our society. The real arguments are about what is the best strategy for achieving these objectives, and about how long a time horizon one should have in mind in weighing the consequences of alternative policy approaches.

What contribution can monetary policy make towards the achievement of these goals? We can skip the technicalities – open market operations, the cash reserve management, changes in secondary reserves and in the Bank Rate. The important thing is that the central bank is a public agency with certain technical powers at its disposal, and that these powers enable it to influence credit conditions by controlling the rate of growth of the nation's privately-owned banking system.

There are two main reasons why the operations of the chartered banks have an important bearing on the functioning of our economy. The first is that bank loans and bank purchases of securities are among the major sources of financing in Canada. The second is that as a by-product of these transactions, the public comes into possession of deposit balances in bank accounts, which serve as much the most important form of money in this country.

Over the years, the amount of credit extended by the chartered banks and the amount of money in the hands of the Canadian public have grown hand in hand. At times the growth of bank credit and money holdings has been allowed to proceed quite rapidly, and at other times much less rapidly, depending on discretionary judgments of the Bank of Canada as to how to exercise its technical powers in particular situations. The effects of these policy choices show up in various ways. The most

fermer le robinet du crédit et sont toutes surprises de constater que cette mesure n'a aucun effet immédiat sur les prix. Par la suite, lorsque le chômage commence à s'accroître, elles sont incapables d'y voir un effet à retardement bien prévisible de leurs propres mesures; bien plus, elles tentent de remédier à la situation en recourant à l'excès contraire, c'est-à-dire en ouvrant toutes grandes les vannes du crédit. Pour cette dernière catégorie de détracteurs, les banques centrales seraient, tout comme les Bourbons, incapables de tirer profit des leçons du passé.

Sans aller jusqu'à prétendre que ces critiques outrancières sont sans rapport aucun avec la réalité, j'estime qu'elles reflètent une connaissance pour le moins imparfaite des problèmes auxquels doivent faire face les banques centrales dans la société moderne.

Aussi aimerais-je maintenant vous entretenir brièvement de ce qui, à mon sens, constitue le but ultime de la politique monétaire. Mon opinion, qui n'est en rien originale, est que les fins de la politique monétaire coïncident avec celles de la politique générale de l'État. Toute tentative, de la part d'une banque centrale, d'imposer au pays des objectifs particuliers fixés par elle serait non seulement présomptueuse, mais encore tout à fait inacceptable en régime démocratique.

Parmi les objectifs primordiaux de la politique économique nationale, citons une croissance économique soutenue, un niveau d'emploi élevé – en d'autres termes, un faible taux de chômage – et une relative stabilité des prix. Il n'est pas facile de les réaliser simultanément, mais je ne pense pas qu'il y ait désaccord réel, dans notre société, sur leur bien-fondé. Les divergences d'opinion portent en fait sur la meilleure façon de les atteindre dans la pratique et sur le nombre d'années nécessaire pour comparer valablement les diverses politiques possibles.

Dans quelle mesure la politique monétaire peut-elle contribuer à la réalisation de ces objectifs? Laissons de côté l'aspect technique des opérations – politique d'open market, gestion des réserves-encaisse, modifications du coefficient des réserves secondaires et du taux d'escompte. Le point à retenir est que la banque centrale est un organisme public doté de certains pouvoirs d'ordre technique qui lui permettent d'influer sur les conditions du crédit en agissant sur la croissance de l'ensemble des banques à charte.

Il y a deux grandes raisons à l'influence considérable que les opérations des banques à charte exercent sur le fonctionnement de l'économie. En premier lieu, les prêts octroyés par les banques et leurs achats de titres comptent parmi les principales sources de financement au Canada. En second lieu, par

immediate effect of a rapid rate of monetary growth is that for a time it brings about easier credit conditions than would have prevailed with slower monetary growth. The cost and availability of credit throughout the financial system are, of course, also importantly affected by changes in the underlying economic situation and in the related strength of credit demand in Canada, as well as by changes in credit conditions in other countries.

The ability of the central bank to influence credit conditions in Canada has further ramifications, since changes in the relationship between Canadian and foreign interest rate levels can affect flows of funds between Canada and other countries and can therefore affect the exchange rate for the Canadian dollar.

Of course it is not just conditions in financial markets that are influenced by Bank of Canada actions in permitting a faster or a slower rate of domestic monetary growth. The ultimate effects of the monetary policy followed – and much the most important ones – are felt in our markets for goods, services and labour. There is an important connection – though by no means an immediate or very precise relationship – between the growth of the banking system and the growth of money expenditure in the economy. It is this flow of money expenditure, of course, that enables production and employment in Canada to grow. But it is also this same flow of money expenditure that enables prices, wage rates and other money incomes to rise at the rates they do.

Monetary management is not, of course, the only influence affecting the over-all level of spending in the economy, nor is it necessarily the dominant influence. In addition to private decisions, the policy actions of governments at all levels directly affect aggregate spending in Canada through decisions taken with respect to expenditure, taxation, lending and borrowing, and so do economic and financial conditions in other countries. Major ups and downs in economic activity in Canada have always been closely related to those in the United States. One does not have to believe, however, that monetary policy is all important for the functioning of our economy in order to believe that it is nevertheless important enough to try to get it right.

So much for the nature and broad effects of the powers the central bank has to work with. How are these powers to be used in practice? This takes me back to the beginning of my remarks, where I implied that the job of a central banker is essentially a balancing act. Bearing in mind the

suite de ces prêts et achats de titres, le public se trouve avoir à sa disposition des dépôts bancaires, qui constituent de loin la forme la plus importante de monnaie dans notre pays.

Au fil des ans, l'accroissement du crédit bancaire et celui de la monnaie détenue par le public au Canada sont allés de pair. Ces agrégats ont pu augmenter très rapidement à certaines époques et beaucoup moins vite à d'autres, selon la manière dont la Banque du Canada estimait devoir exercer ses pouvoirs d'ordre technique en tenant compte des circonstances.

Les effets des mesures prises par la Banque se manifestent sur divers plans. Ainsi, une expansion monétaire rapide a pour effet premier d'assouplir pour un temps les conditions du crédit. Le coût et l'accessibilité de l'argent dans l'ensemble du système financier sont, bien entendu, également très sensibles à l'orientation générale de l'économie, à l'évolution corrélative de la demande de crédit au Canada, ainsi qu'à la conjoncture financière à l'étranger.

Le pouvoir qu'a la banque centrale d'influer sur le marché du crédit au Canada a aussi des conséquences indirectes, puisqu'une variation de l'écart entre les taux d'intérêt pratiqués au Canada et ailleurs est susceptible de modifier les mouvements de capitaux entre notre pays et l'étranger et, par ricochet, le cours du dollar canadien.

Naturellement, les marchés financiers ne sont pas les seuls secteurs de l'économie à être influencés lorsque la Banque du Canada modifie sa politique dans le sens d'une accélération ou d'un ralentissement de l'expansion monétaire. Les effets ultimes – et de beaucoup les plus importants – des mesures monétaires se font sentir sur les marchés des biens, des services et du travail. La croissance de la dépense nominale dans l'économie est liée à celle du système bancaire, encore que la relation ne soit ni directe ni très précise. C'est bien sûr cette augmentation de la dépense nominale qui explique l'essor de la production et de l'emploi, mais c'est elle également qui est à l'origine de la hausse actuelle des prix, des taux de rémunération et des autres revenus nominaux.

La politique monétaire n'est évidemment pas le seul facteur à agir sur le niveau de la dépense globale, ni même le plus important. Celle-ci dépend également des décisions prises dans le secteur privé, des mesures prises à tous les niveaux par les pouvoirs publics en matière de dépense, d'imposition, de prêt et d'emprunt, ainsi que, bien entendu, de la conjoncture économique et financière à l'étranger. L'évolution cyclique de l'économie canadienne a en effet toujours suivi d'assez près celle de l'économie américaine. Même si l'on n'accorde pas à la politique monétaire un rôle primordial dans le bon fon-

impact of other domestic policies and of economic conditions in other countries, he wants to ensure that the banking system keeps growing at a rate high enough to enable the economy to reach – and to stay on – a sustainable path of vigorous growth at high levels of employment. On the other hand, he wants to avoid a rate of growth of the banking system so rapid that at some stage it will become virtually impossible to contain inflation while at the same time maintaining satisfactory employment growth.

In an economy suffering from abnormally high unemployment and much idle plant capacity, the main response to a strong rise in spending usually takes the form of more jobs and more output rather than a more rapid rise of costs and prices. If the growth of jobs and output is rapid enough and lasts long enough, however, in due course a stage will come where growing scarcities of the right kind of labour in the right places, together with spreading production bottlenecks, progressively alter the form of this response. In circumstances such as these, an overly rapid growth of money expenditure is increasingly likely to have as its main result a marked escalation of cost and price increases rather than further large gains in employment and output.

Indeed, if the process is allowed to continue, a point will eventually be reached where further postponement of policy measures to check the pace of spending growth in order to contain inflation will no longer be possible. Past experience in many countries shows that an unfortunate by-product of belated action to cope with a situation of this kind – once it has been allowed to get out of hand – can be a sharp slowing of economic growth and a substantial rise in unemployment. For this reason, I believe there is an important sense in which it can be said that a worsening of inflation often leads in time to a worsening of unemployment.

The operating decisions that have to be taken by the central bank necessarily involve difficult judgments about whether credit conditions are suitable, and about the degree to which the rate of growth of the banking system should be speeded up, slowed down, or maintained approximately within its existing range. Such judgments have to be made on an assessment of probabilities rather than on certain knowledge. For this reason they are bound to be provisional and subject to modification as new information and unexpected developments alter the balance of future probabilities.

An essential ingredient of judgments of this kind is an informed view

tionnement de l'économie, on conviendra qu'elle est assez importante pour être menée comme il faut.

J'en ai assez dit sur la nature et sur les effets généraux des moyens d'action de la banque centrale. Voyons maintenant comment utiliser ces derniers dans la pratique. Cette question me ramène au début de mon exposé, où je laissais entendre que le travail d'un dirigeant de banque centrale était essentiellement un exercice d'équilibre. Sans perdre de vue les répercussions des autres politiques appliquées sur le plan intérieur ni la situation économique à l'étranger, le dirigeant de banque centrale doit faire en sorte que le système bancaire continue de croître à un taux suffisamment élevé pour permettre à l'économie d'atteindre – et de conserver – un rythme de croissance vigoureux et susceptible d'être maintenu en même temps qu'un haut niveau d'emploi. Il cherche d'autre part à éviter que le système bancaire ne progresse tellement vite qu'à un moment donné il devienne quasiment impossible de contenir l'inflation, si ce n'est aux dépens d'une croissance satisfaisante de l'emploi.

Dans une économie souffrant d'un taux de chômage anormalement élevé et d'un sous-emploi considérable des capacités de production, une forte augmentation de la dépense se traduit généralement par une progression de l'emploi et de la production plutôt que par une accélération des coûts et des prix. Toutefois, si cette croissance de l'emploi et de la production est suffisamment rapide et dure assez longtemps, il arrive un moment où l'apparition de pénuries locales de main-d'œuvre appropriée, conjuguée à la multiplication des goulots d'étranglement de la production, modifie progressivement la nature de la réaction. Dans les conditions que nous venons de décrire, une croissance trop rapide de la dépense nominale est de plus en plus susceptible d'occasionner une escalade des coûts et des prix plutôt que de nouveaux progrès sensibles de l'emploi et de la production.

Bien plus, si l'on permet à ce processus de se poursuivre, il arrive finalement un moment où il devient impossible de différer davantage l'introduction de mesures destinées à modérer la croissance de la dépense, en vue de contenir l'inflation. L'expérience vécue dans de nombreux pays indique qu'une correction tardive de ce genre d'évolution – alors qu'on n'a plus la situation en main – peut avoir pour déplorable conséquence un net ralentissement de la croissance économique et une hausse sensible du chômage. Pour cette raison, j'estime largement justifié de dire qu'une accélération de l'inflation mène souvent, à la longue, à une aggravation du chômage.

Les décisions que doit prendre quotidiennement une banque centrale l'obligent à porter des jugements délicats sur la conjoncture du crédit et sur

not only about how the economy has been moving in the recent past and where it stands now, but also about the possible paths it might follow over periods as long as two years or more into the future under alternative policy assumptions. The need for such a long forward view about where the economy seems to be heading is a consequence of the long time lags that exist between monetary management today and its eventual impact on the future course of economic events.

Perhaps I can best illustrate the way in which the Bank of Canada approaches the decisions it has to take by outlining very briefly the basic rationale of recent monetary policy.

During 1972 the Bank of Canada permitted a further large increase of 15 per cent in the over-all size of the domestic banking system, following a 19 per cent increase in the previous year. Thus over the past two years we have had sustained monetary expansion at rates not only on the high side in relation to past Canadian experience but also distinctly higher than the recent growth rate of aggregate spending and income.

The dominant consideration underlying this expansionary policy was the obvious need for large increases in demand, output and employment for some time if the Canadian economy was to regain more satisfactory operating levels. In seeking to maintain relatively easy credit conditions, the Bank also had in mind the potential drag on economic expansion of an undue appreciation of the Canadian dollar in foreign exchange markets if too much foreign capital moved into Canada.

While giving priority to the immediate objective of reducing the margin of slack in the economy, the Bank has not been unaware of the time lags involved in the operation of monetary policy, and for some time now it has kept the liquidity of the chartered banks under close control. When the already high rate of growth in bank loans became even higher in the first three months of this year, reaching an annual rate in excess of 25 per cent, the Bank of Canada did not permit the whole of this loan expansion to be accommodated through a correspondingly faster rate of monetary growth. The resulting pressure on the liquidity of the domestic banking system, together with recent substantial increases in short-term interest rates in the United States and overseas, were the main factors that led to the recent rise in short-term interest rates in Canada, including the increase in the Bank of Canada's own lending rate.

Since a change in our Bank Rate tends to focus attention on the stance of monetary policy, I want to spend a few moments in an effort to explain as clearly as I can what our current policy is intended to achieve.

l'opportunité d'accélérer, de ralentir ou d'à peu près maintenir la progression du système bancaire. Ces jugements reposent sur une évaluation des probabilités plutôt que sur des certitudes. Aussi ne peuvent-ils être que provisoires et doivent-ils être révisés lorsque de nouveaux renseignements ou des événements inattendus modifient les perspectives.

Un élément essentiel, pour formuler des jugements de ce genre, est une connaissance pertinente non seulement des tendances passées et de la situation présente de l'économie, mais également des diverses voies qu'elle pourrait emprunter au cours des deux prochaines années, ou même pendant plus longtemps, suivant le type de politique qui serait appliqué. La nécessité de réfléchir aussi longtemps d'avance à l'orientation probable de l'économie s'explique par les longs délais qui séparent l'introduction d'une politique monétaire et ses effets sur l'économie.

La meilleure façon d'expliquer le travail préparatoire à la prise des décisions par la Banque du Canada consisterait peut-être à donner un aperçu des considérations qui ont motivé la politique monétaire suivie ces derniers temps.

En 1972, la Banque du Canada a permis une nouvelle progression sensible de l'ensemble du système bancaire national, qui s'est accru de 15%, après un gain de 19% l'année précédente. Nous avons donc enregistré ces deux dernières années une expansion monétaire soutenue, dont le taux est non seulement élevé par rapport aux chiffres enregistrés précédemment, mais encore nettement supérieur aux taux récents de croissance de la dépense et du revenu à l'échelle nationale.

Cette politique expansionniste s'expliquait principalement par la nécessité manifeste de promouvoir une forte augmentation de la demande, de la production et de l'emploi pendant quelque temps si l'on voulait que l'économie canadienne retrouvât un niveau d'activité plus satisfaisant. Tout en s'efforçant de maintenir une certaine aisance sur le marché du crédit, la Banque n'a pas négligé l'effet de freinage qu'était susceptible d'exercer sur l'expansion économique une hausse indésirable du cours du dollar canadien, dans l'éventualité d'un afflux exagéré de capitaux étrangers.

Si l'objectif immédiat et prioritaire a été la réduction du sous-emploi de l'appareil de production, la Banque est restée consciente des délais de réponse que comporte la mise en œuvre de la politique monétaire; d'ailleurs, depuis quelque temps, elle surveille étroitement la liquidité du système bancaire. Lorsque le taux de croissance déjà élevé des prêts bancaires s'est encore accéléré au premier trimestre de 1973, dépassant 25% à taux annuel, la Banque du Canada n'a pas permis que cette augmentation des prêts se traduise par une accélération correspondante de l'expansion monétaire. Le res-

As I emphasized at the time of the Bank Rate change, substantial rates of bank loan and monetary expansion continue to be needed in order to finance vigorous growth in output and employment. There is ample evidence that the pace of economic growth in Canada since the third quarter of last year has been unusually rapid, and that we are well on our way towards the restoration of high levels of employment. Prospects that the current vigorous expansion will continue are good. There are, for example, clear signs that the pace of capital spending by Canadian business will be accelerating in the period ahead, and strongly rising demand for our exports will be an additional source of stimulus.

Looking even further ahead, however, it must be recognized that the current rate of growth in aggregate spending is too high to be sustainable over the longer run. If the economy has too much momentum when it eventually begins to bump up against its capacity limits once again, we risk a period of temporary overshoot followed by another period of slack. To guard against this danger, what will be needed at a later stage is some moderation of the rate of growth of spending.

The recent pace of bank credit extension has clearly been too rapid. Part of the increase in the demand for bank credit appears to have come from foreign corporations, which at present have an interest rate incentive to raise funds in Canada either for use abroad or to replace funds that would normally be obtained abroad. The effective interest rate paid for bank credit by large prime borrowers in the United States is currently about 8 per cent (after allowing for the widespread practice of requiring compensating deposit balances) as compared with 6½ per cent in Canada. In view of this situation, the Bank of Canada has asked the banks to give priority in the use of their total loan resources to the credit-worthy demands of their Canadian customers rather than respond to unusual requests of the kind I have mentioned from foreign corporations or foreign-owned subsidiaries in Canada. In addition, the banks have been asked to pay particular attention to the needs of small businesses, which do not have easy access to other credit sources, and to applications for credit in the slower growth regions of the country.

I want to stress again that we are not moving to a tight money situation and that the banking system will continue to be in a position to accommodate reasonable growth in the total amount of bank lending. I hope you will bear with me if, in concluding, I re-emphasize three main points.

The first is that there are long time lags in the response of the economy

serrement de la liquidité du système bancaire canadien qui s'en est suivi ainsi que les hausses sensibles observées récemment sur les marchés de l'argent à court terme aux États-Unis et outre-mer ont été les principales causes du récent relèvement des taux d'intérêt à court terme dans notre pays, notamment du taux de la Banque du Canada.

Étant donné que toute modification du taux d'escompte tend à polariser l'attention sur le cours de la politique monétaire, j'aimerais consacrer quelques minutes à expliquer aussi clairement que possible les buts de notre politique actuelle.

Ainsi que je l'ai souligné lors du relèvement du taux d'escompte, un accroissement sensible du crédit bancaire et une nette expansion monétaire continuent d'être indispensables au financement d'un vigoureux essor de la production et de l'emploi. De nombreux signes prouvent que le rythme de la croissance économique au Canada depuis le troisième trimestre de l'an passé est exceptionnellement rapide et que nous sommes en voie de retrouver un haut niveau d'emploi. Il y a de bonnes chances que la forte expansion actuelle se poursuive. On peut par exemple observer des indices manifestes d'une accélération des immobilisations des entreprises canadiennes et on escompte également qu'une demande sensiblement accrue de nos produits à l'étranger stimulera encore davantage l'économie.

Si nous envisageons un avenir encore plus éloigné, nous devons bien admettre que le taux actuel de croissance de la dépense globale est trop élevé pour pouvoir être maintenu à long terme. Si l'économie a trop d'élan au moment où sont atteintes les limites de l'appareil de production, nous risquons de passer par une phase de surchauffe, qui serait suivie par une autre période de sous-emploi des ressources. Pour éviter ce danger, il faudra ultérieurement modérer quelque peu le rythme de croissance de la dépense.

L'expansion récente des prêts bancaires a manifestement été trop rapide. L'augmentation de la demande de crédits bancaires semble être imputable en partie aux sociétés étrangères, encouragées par la structure actuelle des taux d'intérêt à se procurer dans notre pays des capitaux qu'elles emploient à l'étranger ou dont elles se servent pour remplacer le financement obtenu normalement hors de nos frontières. Le taux réel d'intérêt payé aux banques par les gros emprunteurs servis au taux de base aux États-Unis se situe actuellement autour de 8% (compte tenu de la pratique courante d'exiger des soldes créditeurs proportionnels aux prêts), contre 6½% au Canada. En raison de cette situation, la Banque du Canada a demandé aux banques à charte d'employer leurs fonds disponibles à satisfaire en priorité les demandes acceptables présentées par des emprunteurs canadiens plutôt que les

to monetary management. It is true that some effects may be felt relatively quickly, but on the average the time that elapses before output and prices are affected is relatively long. Why would the Bank of Canada raise the Bank Rate when the latest unemployment figure available at the time was still as high as 5.9 per cent? (It has since come down to 5.5 per cent.) The answer is that the Bank must not only keep in mind current developments but must also look ahead to the likely situation next year and the year after.

The second point is that the demand for credit, the growth of the banking system, and the level of interest rates are all interrelated. To insist that a central bank maintain any particular level of interest rates is to insist that it abandon control over the growth of money and credit. This may seem to be an elementary point, but I sometimes have the impression that the central bank is expected to avoid both a rapid increase in the money supply and higher interest rates regardless of the strength of the demand for credit.

Finally I want to reject totally any suggestion that the Bank of Canada is somehow more concerned with price indexes than with people. As I have already stated, the Bank remains firmly committed to maintaining rates of monetary growth high enough to support a strong expansion of employment and output. But for monetary policy to go even further and promote excessive spending that will speed up the pace of inflation — inflation which in turn must eventually be brought under control with serious risk of adverse effects on employment and growth — is not my idea of the way to advance the cause of human welfare. We will do better over the longer run in terms of employment as well as in terms of our price and cost performance if we try to avoid such excesses.

Recent experience has shown how difficult it is to deal with the aftermath of periods of excessive spending through demand management policies, once inflationary expectations have become very strong. This is not, however, an argument for failing to take the necessary measures to avoid getting into such a situation in the first place.

The Bank of Canada is going to continue to pay close attention to the problem of unemployment. At the same time — although I acknowledge that living as we do in a sea of world-wide inflation greatly limits the possibilities for achieving as good a price and cost performance as we would like to see — the Bank is not going to forget about the problem of inflation.

demandes exceptionnelles, du genre de celles que je viens de mentionner, émanant de sociétés étrangères ou de leurs filiales canadiennes. En outre, les banques ont été priées d'accorder une attention particulière aux besoins des petites entreprises, qui n'ont pas facilement accès à d'autres sources de financement, ainsi qu'aux demandes de crédit provenant des régions à croissance relativement lente du Canada.

Je tiens à souligner une fois de plus que nous ne tendons pas vers un resserrement du marché de l'argent et que le système bancaire continuera de disposer des moyens suffisants pour permettre une croissance raisonnable de l'ensemble de ses prêts.

Vous ne m'en voudrez pas, je l'espère, si je me permets en conclusion d'insister sur trois points importants.

Le premier est que l'économie ne réagit qu'avec un long retard aux mesures monétaires. S'il est vrai que certains effets se font sentir relativement vite, les délais de réponse sont généralement assez longs en ce qui concerne la production et les prix. Pourquoi la Banque du Canada a-t-elle donc relevé le taux d'escompte à un moment où les plus récentes statistiques indiquaient un taux de chômage d'environ 5,9%? (Notons que ce chiffre est descendu depuis à 5,5%.) La réponse est que la Banque du Canada doit, au-delà de la situation du moment, tenir compte des conditions susceptibles de se présenter dans un an ou deux.

Le deuxième point à retenir est que la demande de crédit, la croissance du système bancaire et le niveau des taux d'intérêt sont interdépendants. Vouloir qu'une banque centrale maintienne le loyer de l'argent à un niveau donné revient à exiger qu'elle renonce à contrôler l'expansion monétaire et la croissance du crédit. Cette remarque peut sembler élémentaire, mais j'ai parfois l'impression qu'on attend de la banque centrale qu'elle évite à la fois une augmentation rapide de la masse monétaire et une hausse des taux d'intérêt, sans tenir compte de la vigueur de la demande de crédit.

Pour terminer, je tiens à m'inscrire en faux contre toute allusion selon laquelle la Banque du Canada se préoccuperait tout compte fait davantage des indices de prix que des Canadiens. Ainsi que je l'ai déjà déclaré, la Banque reste fermement décidée à maintenir un taux d'expansion monétaire suffisamment élevé pour contribuer à une forte croissance de l'emploi et de la production. Mais mener une politique monétaire qui irait encore plus loin et favoriserait une dépense excessive, donc une accélération de l'inflation — inflation qu'il faudrait ensuite combattre, avec tous les risques que cela comporte au point de vue de l'emploi et de la croissance —, ne correspond décidément

There are many more settings on the dial of monetary policy than the extremes of very easy money and very tight money, although we seem to lack an adequate vocabulary for describing the intermediate points. The best chance of getting our policy setting right is to try to strike a reasonable balance between risks that lie ahead on either side — the risks associated with too much monetary expansion or too little. But that, after all, is what central banking is about.

ment pas à l'idée que je me fais des moyens d'assurer le progrès social. Nous obtiendrons à long terme de meilleurs résultats, sur le plan de l'emploi comme sur celui des prix et des coûts, si nous nous efforçons d'éviter de tels excès.

L'expérience récente a montré combien il est difficile de résoudre par des politiques de la demande les problèmes qui se posent après les périodes de dépense excessive, une fois que les anticipations inflationnistes se sont solidement implantées. Cette remarque ne constitue certes pas un prétexte pour s'abstenir de prendre les mesures préventives nécessaires lorsqu'il en est encore temps.

La Banque du Canada va donc continuer de consacrer une grande attention au problème du chômage. Elle n'en oubliera pas pour autant celui de l'inflation — même si je dois reconnaître que, du fait de l'océan inflationniste dans lequel nous baignons, nos possibilités d'obtenir les résultats souhaités sur le plan des prix et des coûts sont extrêmement limitées.

Sur le cadran de la politique monétaire, il n'y a pas que les deux positions extrêmes marquées «grande aisance» et «grande austérité», même si le vocabulaire semble nous manquer pour décrire les nombreuses nuances intermédiaires. La meilleure façon de choisir une bonne politique monétaire est d'essayer d'atteindre un équilibre raisonnable entre les risques qui nous menacent d'un côté comme de l'autre, selon que l'expansion monétaire est exagérée ou insuffisante. Mais n'est-ce pas là, après tout, le rôle d'une banque centrale.

## Record of press releases

Major press statements issued by the Bank of Canada and selected other official releases of related interest are published below.

*Interest*

Bank of Canada  
11 May 1973

The Bank of Canada announced tonight that the Bank Rate has been increased by  $\frac{1}{2}$  per cent to  $5\frac{3}{4}$  per cent effective 14 May. The Bank Rate was set at  $5\frac{1}{4}$  per cent on 9 April 1973.

The Bank of Canada said that its policy continued to be that outlined at the time of the previous increase in Bank Rate and in the speech made by the Governor, Mr. Gerald K. Bouey, in Toronto on 30 April. The Bank remains firmly committed to maintaining rates of monetary growth high enough to support a strong expansion of Canadian output and employment. It noted that the banks have been asked to pay particular attention to the needs of small businesses and to applications for credit in the slower growth regions of the country, and to give priority to the credit-worthy needs of their Canadian customers rather than respond to unusual requests from foreign corporations or foreign-owned subsidiaries in Canada for funds for use abroad or to replace funds that would normally be obtained abroad.

In commenting on the change in Bank Rate the Bank said that there has been strong upward pressure on short-term interest rates in Canada in recent weeks. This has resulted primarily from the extremely strong demand for credit, which has been reflected in unusually large increases in bank lending. At the same time there have been further increases in key interest rates in the United States.

## Communiqués reproduits à titre documentaire

On trouvera sous cette rubrique certains communiqués importants publiés par la Banque du Canada ou par d'autres organismes officiels.

Banque du Canada  
le 11 mai 1973

La Banque du Canada a annoncé ce soir un relèvement de  $\frac{1}{2}\%$  du taux d'escompte, qui passera à  $5\frac{3}{4}\%$  à compter du 14 mai. Ce taux avait été fixé à  $5\frac{1}{4}\%$  le 9 avril 1973.

La Banque du Canada a déclaré qu'elle continuerait de suivre la politique formulée lors de la dernière majoration du taux d'escompte et dans l'allocation prononcée le 30 avril dernier à Toronto par le Gouverneur de la Banque, M. Gerald K. Bouey. La Banque reste fermement attachée au maintien d'un taux d'expansion monétaire suffisamment élevé pour favoriser un fort développement de la production et de l'emploi au Canada.

Elle a rappelé que les banques ont été priées d'accorder une attention particulière aux besoins des petites entreprises ainsi qu'aux demandes de crédit provenant de régions à croissance relativement lente du Canada et de satisfaire en priorité les demandes acceptables émanant d'emprunteurs canadiens plutôt que les demandes exceptionnelles présentées par des sociétés étrangères ou par des filiales canadiennes de sociétés étrangères en vue de se procurer des capitaux qu'elles emploient à l'étranger ou dont elles se servent pour remplacer le financement obtenu normalement hors de nos frontières.

En commentant cette mesure, la Banque a indiqué que les taux d'intérêt à court terme au Canada avaient été l'objet, ces dernières semaines, de fortes pressions à la hausse, en raison essentiellement de la demande extrêmement vigoureuse de crédit, qui s'est traduite par une croissance exceptionnellement élevée des prêts bancaires. Parallèlement, les principaux taux d'intérêts aux États-Unis ont enregistré de nouvelles hausses.

### Cover: Molson token

In 1763 France and England signed the Treaty of Paris and Canada became a British possession. Sixty years later the Mother country had made no effort to provide an official currency for the young colony. By this time several private banks were in operation and they issued paper money which served to facilitate large business transactions. It was in the market-place, where the ordinary citizen had to make change for small purchases, that the situation was most keenly felt. The metallic currency in circulation consisted mainly of British and foreign coins (French, Spanish, Dutch, Portuguese and American), many so worn as to be almost unidentifiable. At this time several banks and a number of merchants began to issue copper tokens to meet the need for small change. One of these firms was Thos. and Wm. Molson of Montreal, brewers, distillers, shipbuilders and philanthropists. Their well-designed token bore the denomination of Un Sou and was dated 1837. Twenty years later, this family founded the Molson's Bank which became one of Canada's largest chartered banks and continued to operate until 1925 when it was absorbed by the Bank of Montreal. The token illustrated on the front cover is in the Numismatic Collection of the Bank of Canada. Photography by John Evans, Ottawa.

### Subscriptions

Canada and the United States: \$10.00 per annum; \$25.00 for three years. All other countries: \$12.00 per annum; \$30.00 for three years.  
Public Libraries, Libraries of the Government of Canada and of Canadian provincial and municipal Governments (including Crown corporations and agencies), Libraries of Canadian and foreign educational institutions: one half of the regular rate.  
Subscription rates include the cost of postage at third class rates in Canada and the United States, airtail for other countries.  
Reprints of articles are available in packages of ten copies at a price of \$1.00.  
Individual copies of the Review may be obtained at all Bank of Canada Agencies at a price of \$1.00 per copy.  
Remittances should be made payable to the Bank of Canada, collectable in Canadian currency.

Correspondence should be addressed to: Bank of Canada Review,  
Bank of Canada,  
Ottawa K1A 0G9,  
Canada

The content of the Review may be reproduced or referred to provided that the Bank of Canada Review with its date, is specifically quoted as the source.

### Couverture: Jeton de Molson

Par le traité de Paris, signé en 1763, la France céda le Canada à l'Angleterre. Soixante ans s'écoulèrent sans que la mère patrie se donnât la peine de doter la jeune colonie d'une monnaie officielle. Entre-temps, plusieurs banques privées avaient été créées, qui émettent de la monnaie de papier destinée à faciliter le règlement des grosses opérations commerciales. Or le petit commerce, où le commun des mortels s'approvisionnait, souffrait, lui, du manque de petite monnaie. La monnaie métallique en circulation consistait principalement en pièces anglaises et étrangères (françaises, espagnoles, hollandaises, portugaises et américaines), souvent tellement usées qu'il était presque impossible de les identifier. Aussi, un certain nombre de banques et de maisons de commerce entreprirent-elles de battre des jetons de cuivre pour satisfaire le besoin de petite monnaie. Parmi ces entreprises se trouvait la firme montréalaise de Messieurs Thomas et William Molson, brasseurs, distillateurs, constructeurs de navires et philanthropes. Leur jeton de belle frappe portait la légende «Un Sou» et le millésime 1837. Vers 1857, cette famille fonda la Banque Molson, qui devait devenir une des plus grandes banques à charte du pays avant d'être absorbée, en 1925, par la Banque de Montréal. Le jeton reproduit sur la couverture fait partie de la collection numismatique de la Banque du Canada. Photographie: John Evans, Ottawa.

### Abonnements

Canada et États-Unis: 1 an, \$10; 3 ans, \$25. Tous autres pays: 1 an, \$12; 3 ans, \$30.  
Bibliothèques publiques, bibliothèques du gouvernement canadien, des gouvernements provinciaux et municipaux du Canada (y compris celles des sociétés et agences de la Couronne), bibliothèques des établissements d'enseignement au Canada ou à l'étranger: demi-tarif pour les exemplaires expédiés sous un seul pli.  
L'abonnement comprend les frais de port, par courrier de troisième classe au Canada et aux États-Unis, par avion pour les autres pays.  
On pourra se procurer des tirés à part d'articles parus dans la Revue, au prix de \$1 le paquet de 10 exemplaires.

On pourra également se procurer des exemplaires de la Revue à toutes les agences de la Banque du Canada, au prix de \$1 chacun.  
 Paiement à l'ordre de la Banque du Canada.  
 Adresser toute correspondance à: La Revue de la Banque du Canada  
Banque du Canada  
Ottawa K1A 0G9  
Canada

Reproduction autorisée à condition que la source - Revue de la Banque du Canada, mois et année - soit formellement indiquée.

## Commodity prices in a world perspective

During the past eighteen months, there has been one of the most broadly-based commodity price booms in recent times. World-wide influences have caused a sharp increase in food costs in all countries and higher prices for many basic raw materials. These developments have had two important consequences for Canada. Because this country is a major exporter of grains and industrial raw materials, we have been experiencing a strong demand for our traditional exports, a development which has contributed significantly to the more rapid growth of the economy since the third quarter of last year. On the other hand, the sharp increases in world prices of commodities, especially foodstuffs, have been a major factor in the acceleration of domestic prices over the past year. It is thus of interest to take a closer look at the major influences at work in commodity markets.

As may be seen in the Table overleaf, retail food prices have risen sharply over the past year in all seven major OECD countries and have been the principal cause of faster rates of price increase in the industrial countries. To a considerable extent the sharp rise in food prices has reflected a number of special factors, particularly the effect of adverse weather on 1972-73 crops of grains and other staples and of livestock production cycles in limiting available supplies. While the rise in food prices has had the most direct impact on general price indexes, a decided strengthening in prices of a wide range of other primary products has also been occurring. Prices of products as diverse as lumber, wool and hides have risen sharply; there has been an upturn in non-ferrous metal prices, particularly copper, in recent months and further increases in energy prices. At the same time, a firming of industry prices has been evident recently in North America with discounts and other forms of price shading being largely eliminated and increases in posted prices being announced, especially in such areas as pulp, newsprint and selected steel and aluminum mill products.

Commodity prices are, of course, subject to a variety of complex in-

## Les prix des matières premières dans le contexte international

Les dix-huit mois qui viennent de s'écouler ont été marqués, sur les marchés des matières premières, par la flambée des prix la plus générale jamais enregistrée depuis de nombreuses années. Sous l'effet de facteurs agissant à l'échelle mondiale, les prix des produits alimentaires sont montés en flèche dans tous les pays, tandis que de nombreuses matières premières de base faisaient également preuve d'une grande fermeté. Pour le Canada, cette situation a comporté deux effets d'importance. D'une part, notre pays, traditionnellement gros exportateur de céréales et de matières industrielles brutes, a bénéficié d'une forte demande de ces produits à l'étranger, ce qui a joué un rôle non négligeable dans l'accélération de l'expansion au troisième trimestre de 1972. D'autre part, la vive hausse des prix mondiaux des matières premières, des denrées alimentaires surtout, a contribué dans une large mesure à la croissance accélérée des prix intérieurs au cours des quelque douze derniers mois. Aussi nous semble-t-il intéressant d'examiner de plus près les principaux facteurs à l'œuvre sur les marchés des matières premières.

Comme l'indique le tableau de la page 4, les prix de détail des produits alimentaires ont considérablement augmenté, depuis une douzaine de mois dans les sept principaux pays de l'O.C.D.E., ce qui a constitué la principale cause de l'accélération des prix dans les pays industrialisés. Cette flambée des prix alimentaires est due pour une large part à la récolte 1972-1973 de céréales fortuits, tels les effets du mauvais temps sur la récolte 1972-1973 de céréales et d'autres denrées courantes, ainsi que la baisse cyclique de la production de bétail. Si la hausse des prix alimentaires a été le principal facteur de l'augmentation des indices généraux de prix, ces derniers se sont également ressentis du net renchérissement d'une vaste gamme d'autres matières premières. Les prix de produits aussi divers que le bois d'œuvre, la laine et les peaux se sont sensiblement accrus; les cours des métaux non ferreux, du cuivre en particulier, ont eux aussi grimpé ces derniers mois, et le coût de l'énergie s'est encore élevé. Parallèlement, les prix industriels se sont raffermis ces derniers temps en Amérique du Nord: les remises ou autres formes de rabais ont été en grande partie supprimées et des majorations des prix affichés ont été an-



Consumer price indexes: food  
Indices des prix à la consommation: produits alimentaires

	Percentage change Variations en %			
	From previous year Par rapport à l'année précédente		12 months ending* Période de 12 mois*	
	1970 1970	1971 1971	1972 1972	1972 1972
United States	5.5	3.0	4.4	11.5
Canada	2.0	1.2	6.6	12.9
United Kingdom	5.8	9.3	7.4	12.7
France	5.9	6.4	7.0	9.2
Germany	2.9	3.7	6.2	8.1
Italy	4.3	4.0	6.3	10.9
Japan	8.7	5.7	3.7	8.2

\*United States, Canada, United Kingdom, France - April; Germany, Italy, Japan - March.

\*Se terminant en avril pour les États-Unis, le Canada, le Royaume-Uni, et la France; en mars pour l'Allemagne, l'Italie et le Japon.

fluences but the most pervasive is the strength of world demand. Through 1971 generally ample supplies and rather sluggish demand tended to keep commodity prices with few exceptions relatively depressed. In early 1972 commodity markets began to strengthen as the U.S. economy moved ahead more vigorously and as activity in the major overseas industrial countries picked up, accompanied by some rebuilding of stocks. U.S. dollar prices of a number of commodities for which demand was strong (notably Middle East oil and sugar) were increased following the currency realignment of December 1971 and there was some firming of other commodity prices through the first half of the year. A much stronger upsurge began in the late summer as some of the influences that had helped to moderate price increases weakened and new factors came into play. In particular the very rapid advance of business activity on this continent brought production in many sectors much closer to effective capacity. At the same time economic expansion in the major overseas industrial countries picked up strongly and since the import content of industrial production in Europe and Japan is much higher than in the United States, this had a proportionately greater impact on world commodity trade and prices.

While this cyclical conjuncture has been a major influence in the strengthening of commodity prices, other factors have contributed to

noncées, notamment dans le cas de la pâte à papier, du papier journal et de certains produits intermédiaires de la métallurgie de l'acier et de l'aluminium.

Les prix des matières premières sont bien entendu soumis à toute une série d'influences complexes, dont la plus importante, cependant, est la vigueur de la demande mondiale. En 1971, la conjonction d'une offre généralement abondante et d'une demande assez maussade a contribué à maintenir les prix des matières premières à un niveau relativement bas, à quelques exceptions près. Au début de 1972, les marchés des matières premières ont commencé à se raffermir, parallèlement à la reprise économique aux États-Unis et à la constitution des stocks, dans les grands pays industriels d'outre-mer. Les prix en dollars E.-U. d'un certain nombre de produits très demandés (notamment le pétrole du Moyen-Orient et le sucre) ont été relevés à la suite du réalignement monétaire de décembre 1971, et d'autres matières ont vu leurs prix se redresser au premier semestre de 1972. Une hausse bien plus marquée s'est amorcée vers la fin de l'été, certains des éléments qui avaient jusque-là contribué à contenir les augmentations de prix s'étant atténués tandis que d'autres facteurs entraient en jeu. Signalons notamment que dans de nombreux secteurs, en Amérique du Nord, le niveau de production s'était sensiblement rapproché du maximum en raison des très vifs progrès de l'activité économique. À la même époque, l'expansion économique s'est nettement accélérée dans les

the timing and dimensions of the upsurge. In the United States, the relaxation of controls early this year under Phase III intensified the price response to strong demand for materials, in particular lumber. For a number of agricultural products, soaring prices have reflected an unusually tight supply situation. While smaller harvests have played a major part in this, the supply situation has also reflected earlier price weakness and actions to restrict output in the face of surpluses. Since there are inevitable lags in the production response the immediate impact has been felt in reduced stocks and sharply higher prices. Similar influences have contributed to the upswing in market prices for certain metals, where there has been a marked cyclical strengthening of demand, both for current production and the rebuilding of stocks, coupled at times with precautionary purchases reflecting fears of interruptions to the flow of supplies.

A more fundamental change appears to lie behind the upward price movement of most types of energy. This trend began in early 1971, when after several years of stability the major oil exporting countries negotiated new agreements that involved effective increases in prices of the order of 20 per cent. This was followed by further upward adjustments in 1972 and 1973 in part reflecting exchange rate changes. Rising demand in the industrialized countries and an increased dependence on imported supplies, particularly from the Middle East, has brought a significant shift in the balance of advantage to the exporting countries. At the same time, environmental problems and the tightening supply prospects for the next few years in North America for domestic oil and natural gas have added to upward pressures on energy prices on this continent.

The uncertainty over the international monetary situation, particularly in the early months of this year and related speculative activity have also had an impact on commodity markets. Demand for a number of commodities has apparently reflected an element of speculative buying as well as some building up of stocks as a hedge against devaluation. But the major influence appears to have been exerted by the substantial purchases made by Japanese industries with the encouragement of the Japanese authorities and with the rather different aim of reducing upward pressure on the yen. Although the upward float of the yen since February has lowered prices of imported materials, stocks in that country are reported to be large, and recently there has been some evidence of a slackening in Japanese buying. On the other hand, U.S. dollar prices

grands pays industrialisés d'outre-mer; cette accélération a eu des effets d'autant plus marqués sur le commerce et les prix mondiaux des matières premières que la proportion des importations entrant dans la production industrielle est bien plus considérable en Europe et au Japon qu'aux États-Unis.

Bien que cette évolution conjoncturelle ait largement contribué à la fermeté des matières premières, il faut faire appel à d'autres facteurs pour expliquer la chronologie et l'ampleur. Aux États-Unis, l'assouplissement des mesures restrictives institué au début de l'année dans le cadre de la Phase III du programme de redressement économique a amplifié la réaction des prix à une vigoureuse demande de matières premières, de bois de construction en particulier. Pour un certain nombre de produits agricoles, la montée des prix a résulté d'un rétrécissement inhabituel de l'offre. Bien que cette hausse soit due pour une bonne part à une diminution des récoltes, elle s'explique également par la faiblesse antérieure des prix et par les dispositions prises en vue de réduire une production excédentaire. Étant donné les délais inévitables d'ajustement de la production, les premiers effets ont été une baisse des stocks et une flambée des prix. Un processus semblable explique la hausse des prix de certains métaux, qui ont bénéficié d'un net raffermissement cyclique de la demande, tant pour les besoins de la production immédiate que pour la reconstitution des stocks, à laquelle se sont ajoutés, à l'occasion, des achats de précaution effectués par crainte d'interruptions éventuelles de l'approvisionnement.

Une transformation plus profonde semble être à l'origine du mouvement à la hausse qu'ont enregistré les prix de la plupart des produits énergétiques. Cette tendance s'est amorcée, après plusieurs années de stabilité, au début de 1971, avec la négociation par les principaux pays exportateurs de pétrole de nouveaux accords comportant une augmentation effective des prix de l'ordre de 20%. D'autres réajustements ont suivi, en 1972 et en 1973, en partie pour tenir compte des modifications des taux de change. Une demande en progression dans les pays industrialisés et une dépendance accrue à l'égard des importations, en provenance du Moyen-Orient surtout, ont provoqué une sensible modification de l'équilibre, à l'avantage des pays exportateurs. En même temps, des problèmes écologiques et l'assombrissement des perspectives d'approvisionnement national en pétrole et en gaz naturel en Amérique du Nord au cours des prochaines années sont venus renforcer les pressions à la hausse sur les prix des ressources énergétiques sur notre continent.

L'instabilité de la situation monétaire internationale, surtout au cours des premiers mois de 1973, et les opérations spéculatives qui l'ont accompagnée

of a number of commodities have moved upward following the February devaluation; this time the adjustments have been more widespread and included cocoa, rubber and certain metals.

Although these developments have been reflected in prices for many basic commodities, not all have been so affected and the impact on individual countries has been stronger or weaker depending on exchange rate changes. Thus price indexes show different degrees of advance, depending on the selection of items included and the currency in which price changes are measured. A broad measure of price changes on this continent is provided by the U.S. wholesale price index. As can be seen in Chart I this index rose sharply in the first quarter, at a seasonally adjusted annual rate of 21.5 per cent. Extremely large increases in farm and food prices were the major contributing factors but there was also an acceleration of industrial commodity prices. There was a levelling out of food prices in April but this was followed by a sharp increase in May while industrial commodity prices rose more rapidly in the two months than during the first quarter. Excluding agricultural products, the advance this year has been especially notable in prices of crude materials; finished goods to date have shown a much more moderate rise. In Canada where similar influences have been at work, the rise in the wholesale price index in the first four months of the year was roughly of the same order as in the U.S. index.

A longer-run perspective on sensitive commodity price movements is provided in Chart II. As measured by the New York Journal of Commerce index, commodity prices rose more sharply in the early months of the year than at any time since the upsurge following the outbreak of the Korean War, while another widely used index published by the Economist showed an even sharper rise. In April these indexes fluctuated lower, largely because of a decline in wool prices but recently they have again been rising. Before turning to some of the factors influencing the prospects for commodity prices, a closer look will be taken at some of the more important individual commodities.

**Prices of basic foodstuffs**

The sharp increases in prices of many basic foodstuffs this past year is, in large measure, a reflection of world-wide supply problems. A striking example of what has been happening is the dramatic change in the world wheat situation since last summer. The market, which had been weak due to the pressure of excess supplies, suddenly changed as massive

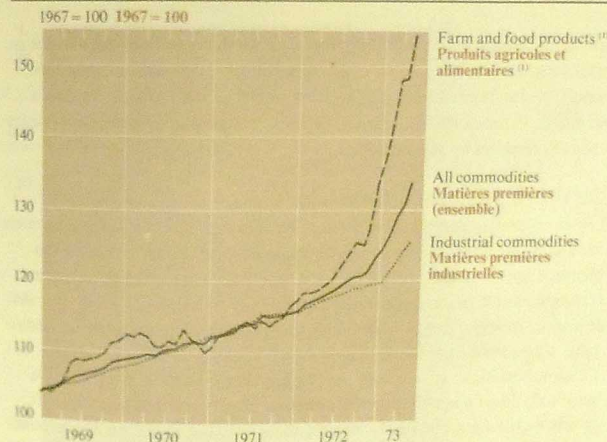
ont également influé sur les marchés des matières premières. La demande d'un certain nombre de produits s'est apparemment ressentie d'une part des achats spéculatifs, d'autre part d'une certaine accumulation de stocks effectuée par crainte d'une dévaluation éventuelle. Il semble toutefois que l'élément déterminant ait été l'ampleur des achats faits par les industriels japonais avec l'appui des autorités nippones dans le but assez particulier de réduire les pressions à la hausse sur le yen. Bien que le flottement à la hausse du yen depuis février ait rendu les produits importés moins chers, le Japon disposerait de stocks considérables, et certains indices semblent indiquer un ralentissement des achats japonais ces derniers temps. D'un autre côté, les prix en dollars É.-U. d'un certain nombre de matières premières ont grimpé à la suite de la dévaluation de février. Les rajustements ont touché cette fois un plus grand nombre de produits, dont le cacao, le caoutchouc et certains métaux.

L'évolution monétaire internationale, si elle a eu des répercussions sur les cours de nombreux produits de base, n'a pas influé au même degré sur tous les prix et a vu son incidence atténuée ou amplifiée, suivant les pays, par les modifications du taux de change. Aussi les indices de prix affichent-ils des taux d'accroissement différents, selon leur composition et la monnaie dans laquelle la variation est mesurée. Un baromètre de l'évolution des prix en Amérique du Nord nous est fourni par l'indice des prix de gros aux États-Unis. Comme on peut le voir au Graphique I, cet indice a accusé au premier trimestre une forte augmentation, de 21.5% à taux annuel désaisonnalisé. Les principales causes en ont été la flambée des prix agricoles et alimentaires, ainsi que, à un degré moindre, l'accélération de la hausse des matières industrielles. Si le prix de l'alimentation a plafonné en avril, il a vivement augmenté en mai, alors que les prix des matières industrielles croissaient plus vite pendant ces deux mois qu'au cours de tout le premier trimestre de l'année. Toujours aux États-Unis, la hausse des prix des matières brutes, produits agricoles exclus, a été remarquablement forte cette année; par contre, celle des produits finis a été jusqu'ici plus modérée. Dans notre pays, où des influences similaires se sont fait sentir, l'indice des prix de gros a marqué au cours des quatre premiers mois de l'année un accroissement comparable à celui qui a été observé aux États-Unis.

Le Graphique II permet de suivre sur une plus longue période l'évolution des prix sensibles des matières premières. L'indice du *Journal of Commerce* de New-York a enregistré pour les premiers mois de l'année la plus forte hausse connue depuis le boom qui suivit le déclenchement de la guerre de Corée; quant à l'indice, lui aussi couramment employé, de l'*Economist*, il a

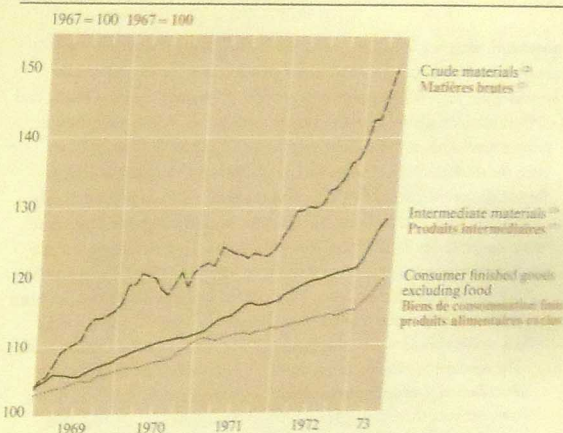
Chart I U.S. wholesale prices  
Graphique I Prix de gros aux États-Unis

Seasonally adjusted Données désaisonnalisées



(1) Includes processed foods and feeds.  
(2) Comprend les produits transformés d'alimentation humaine et animale.

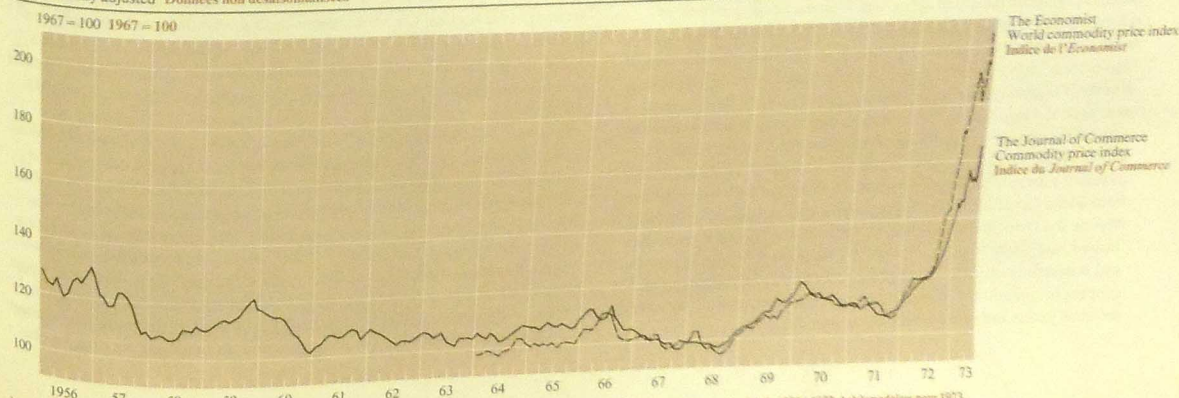
Not seasonally adjusted Données non désaisonnalisées



(2) Excludes foodstuffs and feedstuffs, plant and animal fibres, oilseeds and leaf tobacco.  
(3) Exclut les denrées alimentaires destinées à la consommation humaine ou animale, les fibres végétales et animales, les oléagineux et le tabac en feuilles.  
(3) Excludes materials for food manufacturing and manufactured animal feeds.  
(3) Exclut les matières utilisées dans la fabrication des produits d'alimentation humaine et les produits transformés d'alimentation animale.

Chart II Sensitive commodity prices  
Graphique II Indices sensibles des prix des matières premières

Not seasonally adjusted Données non désaisonnalisées



Note: 1956-1972 plotted monthly, 1973 plotted weekly

Note: Données mensuelles pour la période 1956 à 1972; hebdomadaires pour 1973.

purchases were made by the Soviet Union following a severe setback to production in that country as a result of adverse weather. As can be seen in Chart III, wheat prices rose steadily from early August to end of December and have remained more than 50 per cent higher than a year earlier. Although the large purchases by the Soviet Union have been the dominating influence on the market, the change has also reflected larger purchases by China and the effect of drought and floods during the past year in a number of areas. In particular the Australian crop harvested early this year was the smallest in more than a decade and both wheat and rice crops have been seriously affected in a number of countries in Southeast Asia. Much of the increased demand has been met from North American supplies, in part by drawing down stocks. As a result the carryover into the 1973-74 crop year will be much lower.

The upward movement in prices of feed grains during the past year has reflected a more complex situation. World production was down from the record level in 1971-72, mainly because of unfavourable weather in the Soviet Union and other areas as well as a small decline in U.S. corn production and a smaller barley crop in Canada. But large carryovers in the main exporting countries more than offset the decline in corn production and nearly so for barley. Despite the relatively ample supplies, prices have been pushed up by strong demand. Domestic use in the main exporting countries has increased, particularly in the United States where the number of cattle on feed has been expanding, and there has been a further substantial growth in exports, in part reflecting rising import requirements in Japan and Western Europe, as well as purchases of corn and sorghum by the Soviet Union. A contributing factor to the strength of demand for feed grains has been the shortage of high-protein feeds in recent months. A sharp curtailment of Peruvian exports of fishmeal in the closing months of 1972 and so far this year, as a result of a fish scarcity, has created a tight supply situation and put upward pressure on prices of vegetable oilseeds and meals. Large purchases by the Soviet Union, particularly of soybeans, and a decline in available peanut meal supplies because of a reduced crop in India have been added factors. Prices of soybean meal rose sharply from October to March. In recent weeks, although reports indicate that farmers in the United States plan to substantially increase acreage, delays in planting and uncertainty over 1973 crop prospects as well as a tightening of supplies in commercial channels have led to further upward pressure on prices of grains and of soybean meal in particular.

accusé une hausse encore plus accentuée. En avril, ces indices ont marqué un recul, surtout en raison d'une baisse de la laine, mais ils se sont redressés depuis. Avant de passer aux perspectives concernant les prix des matières premières, examinons de plus près l'évolution récente du marché de quelques-unes des matières les plus importantes.

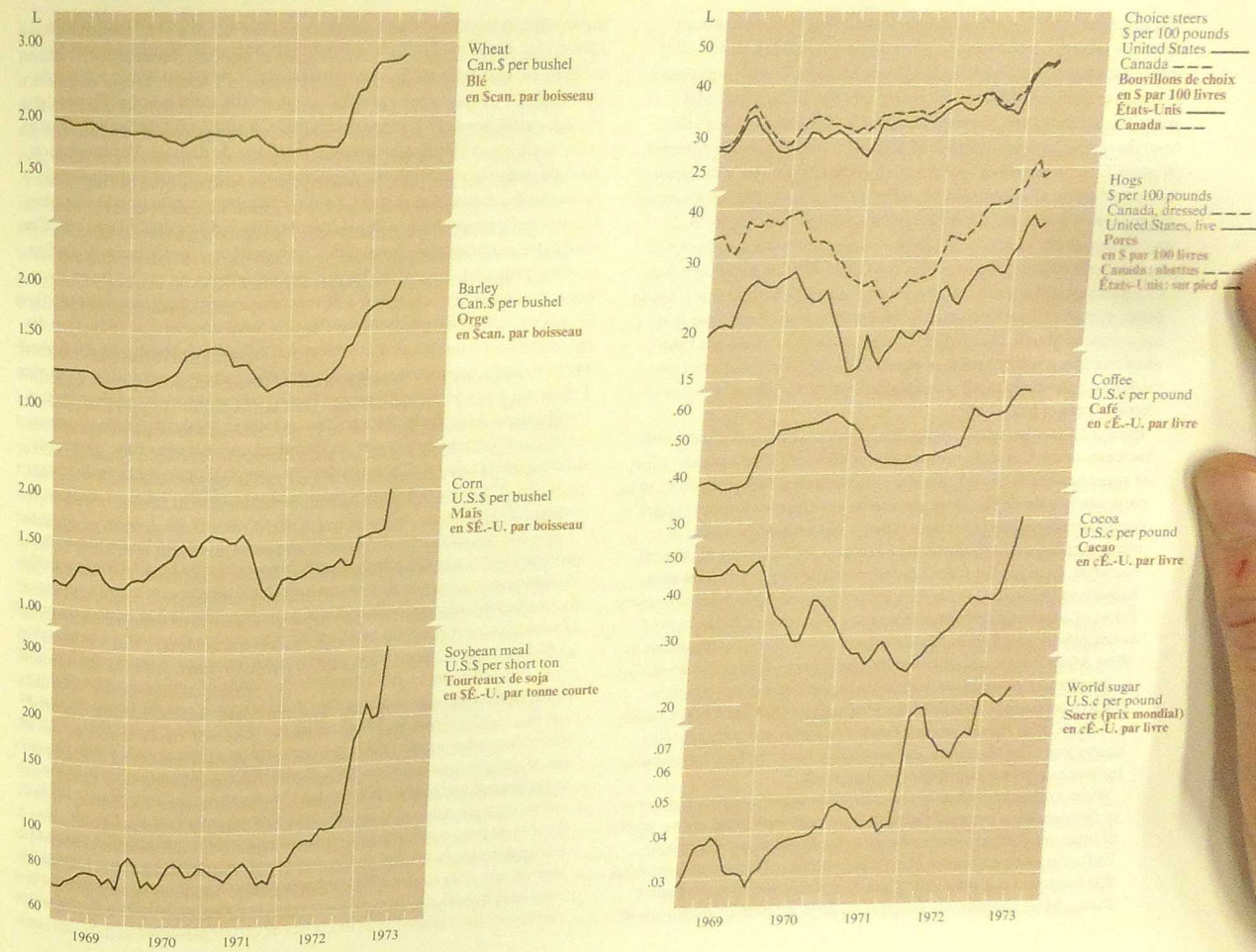
### Les denrées alimentaires de base

Le net renchérissement de nombreuses denrées alimentaires de base, au cours des quelque douze derniers mois, s'explique en grande partie par des problèmes d'approvisionnement à l'échelle mondiale. On en trouve un exemple frappant dans le renversement spectaculaire survenu depuis l'été dernier sur le marché mondial du blé. Ce marché, d'abord affaibli par une offre excédentaire, s'est modifié brutalement en raison d'achats massifs effectués par l'Union Soviétique pour compenser un important recul de la production nationale dû au mauvais temps. Comme on peut le voir au Graphique III, le prix du blé a marqué une hausse régulière de début août à fin décembre et reste depuis à un niveau de plus de 50% supérieur au cours atteint un an plus tôt. L'évolution du marché a été dominée par les gros achats de l'Union Soviétique, tout en se ressentant également de l'accroissement des commandes chinoises et de l'effet de calamités naturelles, sécheresse ou inondations, qui ont éprouvé l'an dernier un certain nombre de régions du globe. En Australie, particulièrement, il faut remonter à plus de dix ans pour trouver des récoltes aussi maigres que celles du début de 1973; dans un certain nombre de pays de l'Asie du Sud-Est, les récoltes de blé et de riz ont subi de sérieuses vicissitudes. L'accroissement de la demande a pu être satisfait en grande partie grâce aux approvisionnements disponibles en Amérique du Nord, où il s'est ainsi produit une certaine réduction des stocks. Ces derniers seront donc beaucoup moins considérables au début de la campagne 1973-1974.

Pour les céréales fourragères, le mouvement à la hausse qui s'est dessiné au cours des douze derniers mois tient à une conjoncture plus complexe. La production mondiale a été inférieure au niveau record atteint en 1971-1972, en raison principalement des conditions atmosphériques défavorables en Union Soviétique et dans d'autres régions, d'une légère réduction de la production de maïs aux États-Unis et d'une baisse de la récolte d'orge au Canada. Toutefois, l'existence de stocks considérables dans les principaux pays exportateurs a permis de compenser largement le déficit de la production de maïs, et presque intégralement celui de l'orge. Malgré une offre relativement abondante, la demande a été assez forte pour faire monter les prix. La con-

Chart III Selected commodity prices: foodstuffs  
Graphique III Prix de quelques matières premières : denrées alimentaires

Monthly averages Moyennes mensuelles



The price rise in feed-grains and high-protein supplements has been one of the factors contributing to the increase in livestock and poultry prices. Although Canadian livestock prices are most directly influenced by trends in the United States, the strong upward pressure on meat prices, particularly beef, has been world-wide. The basic problem has been the strong long-term growth of demand for beef in North America, Western Europe and other countries as incomes have risen, with prices being pushed up as production has failed to keep pace. Beef production in the United States and Canada increased only moderately in 1972 as cattlemen built up herds. At the same time a downswing in the hog cycle in both countries beginning in the fall of 1971 led to reduced hog slaughtering and a sharp recovery in pork prices. A further sharp rise in prices of beef and pork occurred in the early months of this year reaching a peak in March. Meanwhile the upsurge in meat prices has been reinforced by a strengthening of poultry and fish prices, the latter experiencing especially rapid increases in response to reduced catches of certain types of fish.

Prices of a number of tropical commodities have also advanced, with increases in the U.S. dollar price more pronounced. The "world" price of sugar has nearly tripled over the past two years. This price tends to be particularly volatile as a large share of world sugar trade moves under special arrangements but it does reflect a tightening of supplies as a result of rising consumption and production problems in a number of countries. In particular Cuban output has fallen short and poor beet harvests in the Soviet Union have led to large purchases by that country. Prices of cocoa and coffee have also risen. The increase in the case of cocoa reflects rising consumption together with disappointing crops in West Africa. In the case of coffee the rise in part reflects reduced stocks in Brazil and a prospective sharp drop in that country's production due to frost damage, but there has also been a breakdown of the International Coffee Agreement as a result of a failure to agree on export quotas and price objectives, and producing countries have been controlling exports with the aim of raising prices.

While world-wide influences have been the major contributing factor to the increase in prices of the basic foodstuffs mentioned above, prices of other products are more influenced by domestic considerations. Unfavourable weather can affect local supplies of fruits and vegetables; this happened last summer in Canada and this spring in the United States. More significantly government farm support arrangements in

sommation intérieure a augmenté dans les principaux pays exportateurs, notamment aux États-Unis où le nombre de bovins à l'engraissement s'est accru tandis que les exportations marquaient de nouveau des progrès sensibles, sous la poussée d'une part de l'augmentation des besoins de produits importés au Japon et en Europe occidentale, d'autre part de l'achat de maïs et de sorgho par l'Union Soviétique. La pénurie de denrées d'alimentation animale riches en protéines, ces derniers mois, a contribué à la vigueur de la demande de céréales fourragères. La forte réduction des exportations péruviennes de farine de poisson depuis les derniers mois de 1972, en raison d'arrivages beaucoup moins abondants, a provoqué une insuffisance de l'offre et une pression à la hausse sur les prix des oléagineux en grains ou en tourteaux. Ont également contribué à ce renchérissement de gros achats (de fèves de soja en particulier) effectués par l'Union Soviétique et une réduction des disponibilités en tourteaux d'arachides par suite d'une récolte moins favorable en Inde. Le tourteau de soja a marqué une forte augmentation d'octobre à mars. Bien que les agriculteurs des États-Unis semblent vouloir accroître sensiblement les surfaces cultivées, les céréales et en particulier le tourteau de soja ont continué de hausser ces dernières semaines par suite de retards dans les emblavages et d'incertitudes concernant les perspectives de la campagne de 1973, ainsi que d'une situation plus serrée de l'offre au stade de la commercialisation.

La hausse des céréales fourragères et des compléments à haute teneur en protéines a été l'une des causes du renchérissement du bétail et de la volaille. Signalons que, si les prix des bestiaux au Canada subissent avant tout l'influence de l'évolution aux États-Unis, la forte tendance à la hausse du prix de la viande, en particulier du bœuf, est un phénomène mondial. Le problème, au fond, est que la progression des revenus a notamment pour effet une forte croissance à long terme de la demande de viande bovine en Amérique du Nord, en Europe occidentale et dans d'autres pays; comme la production ne suit pas, les prix montent. Les éleveurs se préoccupant d'accroître leurs troupeaux, la production de viande bovine aux États-Unis et au Canada ne s'est élevée que très légèrement en 1972. Parallèlement, la production porcine ayant entamé une baisse cyclique dans les deux pays à l'automne de 1971, l'abattage a été réduit et le prix du porc s'est vivement relevé. Les prix du bœuf et du porc ont de nouveau marqué une sensible progression au cours des premiers mois de cette année, atteignant un sommet en mars. La majoration du prix de la viande a été renforcée par la fermeté accrue des prix de la volaille et du poisson, ce dernier accusant une augmentation particulièrement rapide en raison d'une baisse des prises de certaines espèces.

most countries have a direct influence on patterns of production and prices. In some cases, changes in these support arrangements have contributed to higher prices. For example, an increase in food costs is expected in the United Kingdom over the next five years as that country adjusts to the common agricultural policy of the EEC. In Canada federal support levels for butter, cheese and skim milk powder were recently raised in part to help absorb the higher costs of feed; this has resulted in increases in retail prices for butter and skim milk powder. A number of provincial marketing boards have also raised prices of fluid milk while the establishment of provincial egg marketing boards and a federal programme in June of 1972 to sharply reduce the number of hens has contributed to firmer prices.

#### Industrial material prices

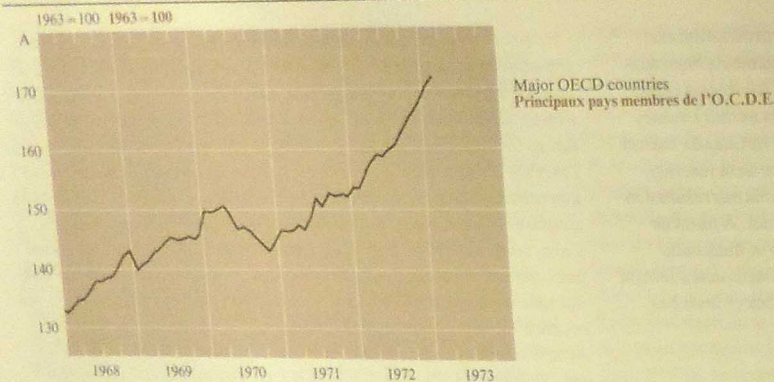
Although supply problems have also contributed to the sharp price increases in a number of industrial materials, the dominant influence has been the acceleration of business activity in the major industrial countries to exceptionally high rates of growth since the middle of last year (See Chart IV). The earlier stages of recovery in these countries had brought only a slow response in demand for industrial materials as there was a tendency to draw down stocks. While prices of a few commodities such as lumber, wool and hides responded quite early to rising demand, it was only late in 1972 that a pronounced and widespread upward price movement of non-food commodities got underway. Prices of most metals, for example, had tended to be relatively depressed through much of 1972 but since late last year there has been an upward movement, with the unusual degree of speculative activity in the early months of this year adding to the pressure on prices.

Among major metals the change in copper has been especially striking. As can be seen in Chart V, copper prices on the London Metal Exchange (LME) have risen sharply since last December while U.S. producer prices were adjusted upward in several steps from 50½ cents to 60 cents per pound, approximately the ceiling under Phase III guidelines. A strong surge in world demand for current usage and rebuilding of depleted inventories has substantially reduced stocks in the LME warehouses and in producers hands. At the same time, the Zambia-Rhodesia border dispute and rerouting of Zambian copper has caused a lag in shipments and there has been uncertainty over supplies from Chile and some shortfall in deliveries.

Les prix d'un certain nombre de produits tropicaux ont également progressé, surtout en dollars É.-U. En deux ans à peu près, le cours du sucre a presque triplé sur les marchés internationaux. Il est vrai que le prix de cette denrée, dans la mesure où une grande partie des échanges internationaux se fait au titre d'accords spéciaux, est particulièrement sujet à fluctuations, mais l'extrême fermeté actuelle reflète un resserrement de l'offre consécutif à une augmentation de la consommation et à des problèmes de production dans un certain nombre de pays. Ainsi, la récolte de sucre s'est révélée déficitaire à Cuba, tandis que l'Union Soviétique était amenée à effectuer de gros achats pour compléter des campagnes betteravières insuffisantes. Le cacao et le café ont également augmenté. La forte hausse du prix du cacao s'explique par une progression de la consommation conjuguée à des récoltes décevantes en Afrique occidentale. La fermeté du café, elle, est partiellement attribuable à une réduction des stocks au Brésil et à la forte diminution de la production en perspective dans ce pays par suite des dégâts causés par le gel. En outre, l'Accord international sur le café a été pour ainsi dire mise en veilleuse, les participants n'ayant pas réussi à se mettre d'accord sur des contingents d'exportation ni sur des objectifs de prix; aussi les pays producteurs ont-ils réglementé l'exportation en vue de faire monter les prix.

Alors que le renchérissement des denrées de base mentionnées précédemment résulte surtout de pressions diverses à l'échelle mondiale, celui des autres produits alimentaires dépend principalement de facteurs d'ordre intérieur. Le mauvais temps peut compromettre l'approvisionnement local en fruits et en légumes, ce qui s'est produit l'été dernier au Canada et ce printemps-ci aux États-Unis. Notons également que les mesures gouvernementales d'aide à l'agriculture, comme il en existe dans la plupart des pays, influent directement sur les schémas de production et sur les prix. Dans certains cas, des modifications de ces mesures d'aide ont contribué à une hausse des prix. Par exemple, on prévoit que le coût des produits alimentaires grimpera au Royaume-Uni au cours des cinq prochaines années, à mesure que ce pays s'alignera sur la politique agricole commune de la C.E.E. Au Canada, l'aide fédérale aux producteurs de beurre, de fromage et de poudre de lait écrémé a dernièrement été accrue, en partie afin d'aider à absorber la hausse du coût de l'alimentation animale; il en est résulté une majoration du prix de détail du beurre et de la poudre de lait écrémé. Un certain nombre de commissions provinciales ont également relevé le prix du lait sous forme liquide. La création d'organismes provinciaux de commercialisation des œufs et la mise sur pied, en juin 1972, d'un programme fédéral visant à réduire fortement le nombre de poules ont contribué à la fermeté des prix.

Seasonally adjusted Données désaisonnalisées



Note: United States, Canada, Japan, United Kingdom, France, Germany.

Nota : États-Unis, Canada, Japon, Royaume-Uni, France, Allemagne.

In contrast to copper and most other metals, zinc prices began to firm as early as mid-1971 in response to rising U.S. consumption. The major uses of zinc in that market are for galvanizing and diecasting, and consumption has reflected the strength of the automotive and construction industries. Pressure has been particularly strong in the U.S. market for refined zinc because a number of older high-cost smelters have been closed down, in part because of the high installation costs of required pollution abatement equipment. In recent months, there has been a stronger demand for zinc in Europe and Japan and prices have advanced further.

Markets for lead have been less buoyant; however demand has been improving recently and prices have firmed, though supplies generally remain ample. Despite excess supplies, tin prices have also strengthened; this has reflected a recovery in demand in the major importing countries and action by the International Tin Council early this year to limit exports. There have been price increases in a number of minor metals such as antimony, cadmium and platinum, the last fluctuating upward in response to expectations regarding the use of this metal as a catalyst in auto emission control devices.

There has also been a firming of prices in the case of those metals for which prices are to a greater or lesser degree administered. Stronger

### Les matières industrielles

Si la vive hausse des cours d'un certain nombre de matières industrielles s'explique également en partie par des problèmes d'approvisionnement, elle est due avant tout à l'accélération de l'activité économique dans les principaux pays industrialisés, où les taux de croissance ont atteint des niveaux exceptionnellement élevés depuis le milieu de l'année dernière (voir Graphique IV). Les premières étapes de la reprise dans ces pays n'ont entraîné qu'une faible augmentation de la demande de matières industrielles, la tendance ayant été plutôt à la réduction des stocks. Certes, les prix de quelques matières comme le bois de construction, la laine et les peaux ont réagi très tôt à la poussée de la demande, mais ce n'est que vers la fin de 1972 que s'est amorcée une escalade généralisée des prix des produits non alimentaires. Par exemple, si les cours de la plupart des métaux ont été relativement déprimés pendant la plus grande partie de 1972, vers la fin de l'année ils ont entamé un mouvement ascendant, renforcé pendant les premiers mois de 1973 par une spéculation exceptionnellement intense.

Parmi les métaux courants, le cuivre s'est mis particulièrement en vedette. Comme on peut le voir au Graphique V, son cours a grimpé depuis décembre dernier à la Bourse des métaux de Londres (London Metal Exchange, en abrégé L.M.E.), cependant que les prix à la production aux États-Unis étaient relevés, en plusieurs étapes, de 50 1/2 cents à 60 cents par livre, soit à peu

demand for nickel and production cutbacks have reduced the large inventories built up in 1971 and the price increase initiated last September has held. Although the excess supply situation caused some deferment of expansion plans, world capacity is rising, particularly as lateritic deposits are developed in new producing areas. Demand for aluminum has also picked up strongly in recent months and this has been reflected in some restoration of production and a virtual elimination of price discounts on primary ingot, though the North American posted price, which was cut in May 1972, remains unchanged. Canadian prices of most steel products were increased in September and steel prices were raised in the United States in January. Since then there have been selective increases. Steel production in the major producing countries has been stepped up to meet rising demand but with operations close to capacity, delivery schedules have lengthened and expansion plans have been brought forward.

Despite the upsurge in housebuilding in North America over the past couple of years, asbestos prices have remained unchanged since July 1971; world demand, in fact, weakened a little in 1972 though demand was quite strong in the U.S. market. On the other hand, the high level of housing construction has had a major impact on lumber and plywood markets. An upward spiral of lumber and plywood prices began in early 1971 and became even more pronounced last fall as market pressures increased. A woods strike in British Columbia last summer limited the supply of logs to coastal mills and with U.S. mills operating near capacity and an upturn in overseas demand, prices advanced to record highs. Recently there has been some slackening in the pace of U.S. housing starts and this may ease pressures, in fact lumber prices dropped back in May from their earlier high levels. However inventories are low and demand from overseas markets and for non-residential uses is rising.

Although the booming lumber market has highlighted developments in the forest industry, other sectors have been experiencing a strong revival of demand this past year. In April Canadian newsprint mills were running at 94.3 per cent of capacity compared with a low of 83 per cent in 1971. Despite the upswing in newsprint consumption, very little new North American capacity is in the offing, with any additions in the next year or two largely dependent on modifications to existing plants. The strong cyclical upswing in demand for pulp has also resulted in an improvement in mill operating rates, and though new mills will add to Canadian kraft capacity in 1973-74, expansion has slowed in the United States and other producing countries. Prices of newsprint and kraft pulp have been in-

près au plafond prévu dans le cadre des directives de la Phase III précitée. Une forte poussée de la demande mondiale, tant pour les besoins de la consommation courante que pour la reconstitution des stocks, a fait baisser considérablement les réserves détenues dans les entrepôts du L.M.E. et celles des producteurs. Simultanément, le conflit frontalier entre la Zambie et la Rhodésie et l'acheminement du cuivre zambien par d'autres voies ont donné lieu à des retards dans les expéditions, tandis que planaient certaines incertitudes sur l'approvisionnement en cuivre chilien, dont les livraisons ont régressé.

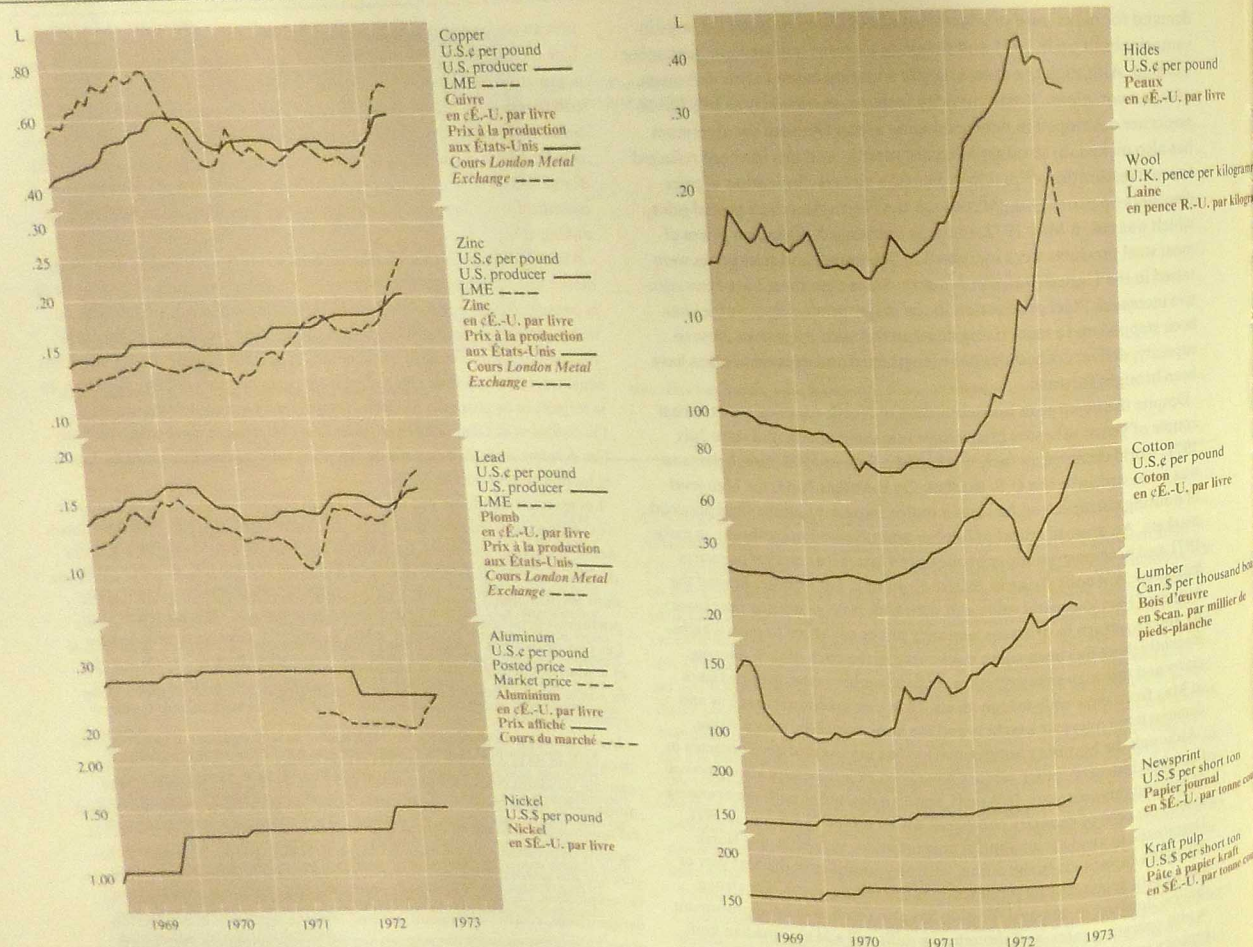
À la différence du cuivre et de la plupart des autres métaux, le zinc a commencé à se raffermir dès le milieu de 1971, en réponse à un accroissement de la consommation aux États-Unis. Il y sert surtout à la galvanisation et au moulage mécanique; aussi la consommation de ce métal a-t-elle reflété la vigueur des industries de la construction et de l'automobile. Aux États-Unis toujours, la demande de zinc raffiné a été particulièrement forte en raison de la fermeture de plusieurs fonderies anciennes à haut coût de production, l'installation des dispositifs anti-pollution obligatoires étant trop onéreuse. Ces derniers mois, la demande de zinc s'est raffermie en Europe et au Japon, et les prix se sont encore élevés.

Les marchés du plomb ont été moins bien orientés; cependant, la demande s'est redressée dernièrement et, bien que l'offre soit restée généralement abondante, les prix se maintiennent. Malgré des quantités excédentaires, les prix de l'étain se sont également renforcés à la faveur d'une relance de la demande dans les principaux pays importateurs et des mesures de limitation des exportations prises par le Conseil international de l'étain au début de l'année. Les prix de certains métaux moins courants tels que l'antimoine, le cadmium et le platine ont augmenté, la hausse de ce dernier étant liée à la perspective de son utilisation comme catalyseur dans les dispositifs anti-pollution pour véhicules à moteur.

Les métaux à prix plus ou moins réglementé se sont également raffermis. La progression de la demande de nickel et une réduction de la production ont amputé les vastes stocks accumulés en 1971, de sorte que la hausse de prix amorcée fin septembre s'est poursuivie. Bien que les projets d'expansion aient été quelque peu différés en raison d'un excédent de l'offre sur la demande, la capacité de production mondiale est en progression, particulièrement à mesure que des gisements latéritiques sont mis en valeur dans des régions jusque-là inexploitées. La demande d'aluminium s'est aussi vivement redressée ces derniers mois, ce qui s'est traduit par une certaine reprise de la production et par l'abolition virtuelle des remises sur les lingots primaires, bien que le prix affiché nord-américain, réduit en mai 1972, soit depuis resté inchangé. La

Chart V Selected commodity prices: industrial materials  
Graphique V Prix de quelques matières premières : matières industrielles

Monthly averages Moyennes mensuelles



creased since the start of the year and additional upward adjustments have recently been announced by producers, effective this summer.

Some of the sharpest increases in industrial material prices have occurred in products of agricultural origin where a tightening supply situation emerged last year. Prices of hides rose sharply in 1972 reflecting strong world demand and a shortage of supplies that was mainly due to restrictions on exports by Argentina and other South American countries, though a general rebuilding of cattle herds also had an effect. Late in 1972 a reaction set in and prices have fluctuated lower; demand has eased due in part to some substitution of plastics.

Among fibres, the dramatic rise in the price of wool has tended to overshadow a general upturn in prices of natural fibres including cotton, jute and sisal. In all of these instances a revival of demand in the industrial countries has encountered reduced stocks and/or smaller production. In the case of wool, an upturn in mill activity in early 1972 prompted heavy buying, in part to replace depleted stocks. Prices began to rise from their earlier low levels as large stocks in the major exporting countries were reduced. With production declining in 1972-73 for the fourth consecutive year, supplies progressively tightened. By March 1973 prices had soared to more than three times their year earlier level under the pressure of speculative buying, particularly by Japan. A reaction occurred in early April as Japanese buyers moved out of the market and prices fell off a little. However supplies will remain tight until the new season's clip becomes available in volume next autumn, and this season's high prices will not show up in prices for wool textiles until next winter.

The shortage of natural fibres and the increase in prices has encouraged a shift by the textile industry to greater use of blends and synthetics. Partly in reflection of this, world demand for synthetics has been rising strongly and prices of nylon, polyesters and acrylics, after being relatively depressed through much of 1972, have firmed.

The rapid pace of economic expansion this past year has also been reflected in a strong upturn in demand for petrochemicals. Production in the industry has moved closer to capacity. A world shortage of benzene, one of the basic building blocks has developed, in part reflecting a shortage of refinery capacity in the United States and efforts to maximize output of gasoline at the expense of benzene. At the same time, higher costs of oil-based feedstocks are pushing up production costs. Prices of benzene and other petrochemicals have been moving up this year after several years of stability, adding to the upward pressure on prices of plastics.

plupart des produits de la sidérurgie ont augmenté au Canada en septembre, aux États-Unis en janvier. Il y a eu depuis des majorations du prix de certains types d'acier. Les grands pays sidérurgiques ont accru leur production afin de satisfaire la croissance de la demande mais, les capacités étant presque entièrement utilisées, les délais de livraison se sont allongés; aussi est-il question d'augmenter les capacités de production.

Malgré l'élan de la construction résidentielle en Amérique du Nord au cours des deux dernières années, le prix de l'amiante n'a pas varié depuis juillet 1971; de fait, la demande mondiale s'est légèrement affaiblie en 1972 en dépit de la fermeté du marché américain. D'autre part, le rythme élevé de la construction de logements a eu de très fortes répercussions sur les marchés du bois de construction et du contreplaqué. Ces deux matières ont entamé au début de 1971 une course des prix qui s'est encore accélérée l'automne dernier sous l'impulsion d'un accroissement de la demande. Une grève des bûcherons de la Colombie-Britannique, l'été dernier, a réduit la livraison de grumes aux scieries de la côte. Comme celles des États-Unis travaillaient presque à pleine capacité et que la demande se raffermissait outre-mer, les prix ont atteint des niveaux records. Les mises en chantier se sont quelque peu ralenties aux États-Unis ces derniers temps et il se pourrait que la pression de la demande diminue; de fait, le bois de construction n'a pu conserver en mai les hauts prix atteints précédemment. Notons, cependant, que les stocks sont peu élevés et que la demande des marchés d'outre-mer ainsi que les besoins pour d'autres usages que la construction résidentielle sont en augmentation.

Si la vive hausse du bois de construction a été le fait marquant dans l'évolution du marché des produits forestiers, on peut également observer une forte reprise de la demande dans d'autres secteurs depuis environ un an. Ainsi, en avril, les usines canadiennes de papier journal travaillaient à 94,3% de leur capacité contre un minimum de 83% en 1971. En dépit des progrès de la consommation de papier journal, on ne prévoit guère d'augmentation de la capacité de production en Amérique du Nord, si ce n'est peut-être, dans les deux années à venir, sous la forme de modifications des usines existantes. La forte hausse cyclique de la demande de pâte à papier s'est également traduite par une amélioration des niveaux d'activité des installations; alors que l'apparition de nouvelles usines augmentera la capacité de production de papier kraft au Canada en 1973-1974, l'augmentation de la capacité s'est ralentie aux États-Unis et dans d'autres pays producteurs. Le papier journal et la pâte à papier kraft ont renchéri depuis le début de l'année et les producteurs ont annoncé dernièrement de nouvelles hausses pour cet été.

Toujours en ce qui concerne les matières premières industrielles, certaines

Prices of fertilizer materials have also increased this year. Demand has been strong, putting pressure on available supplies, particularly of nitrogen and phosphate fertilizers. Markets for sulphur have strengthened reflecting the increased demand for fertilizers and industrial use of sulphuric acid. Prices were increased at the beginning of the year though there are still large excess supplies in Western Canada. Demand for potash has also risen, though prices which had been boosted from their low level in 1969 following the introduction of prorationing in Saskatchewan have been relatively stable this past year, with a slight weakening last fall being followed by a firming this spring. Large excess capacity, however, still overhangs the market.

Although some of the influences that have contributed to the upsurge in commodity prices can be expected to persist for some time, there are reasons for believing that the recent rapid rate of increase will slacken and that certain commodity prices may well decline in coming months. Clearly much will depend on the success of efforts to moderate the pace of expansion in the United States and several other major industrial countries before these economies press hard on capacity limits. Naturally the dependence of crops on favourable weather this summer is another element of great importance.

As previously mentioned some of the upward price movement has reflected the exchange rate changes of the past two years. For example, Middle East oil prices have been directly linked by agreement to exchange rate changes. In late May a further price increase was agreed upon as an offset to the devaluation of the U.S. dollar. But there also appears to have been a more fundamental change in the supply-demand balance of energy products. Higher energy costs as well as environmental problems are likely to continue to affect production costs for metals and other basic materials. For most industrial materials, considerable incentive now exists to add to capacity, though the scope to do this quickly varies greatly from commodity to commodity. As in the past, it can be expected that high prices will bring a corrective response, encouraging increases in output, the development of new and improved competitive products and shifts in usage to less expensive materials. In addition proposals for the disposal of the bulk of the U.S. strategic stockpile were announced in April and could significantly affect the price of some metals, though legislation will be required and details have to be worked out. A further element that is difficult to assess at this stage is the announcement on 13 June by President Nixon of a temporary

des augmentations de prix les plus vives ont été enregistrées par des produits d'origine agricole, dont l'offre est devenue insuffisante l'an dernier. Les peaux ont vivement renchéri en 1972, par suite d'une forte demande mondiale conjuguée à une pénurie attribuable principalement à des limitations à l'exportation imposées par l'Argentine et par d'autres pays d'Amérique du Sud – encore qu'une tendance généralisée à la reconstitution du cheptail ait également joué un rôle. Une réaction s'est amorcée à la fin de 1972 et depuis les prix se sont orientés à la baisse; la demande s'est atténuée, en raison, partiellement, d'un recours accru aux plastiques.

Au chapitre des textiles, la hausse spectaculaire du prix de la laine a eu tendance à reléguer dans l'ombre l'augmentation générale des cours des fibres naturelles, notamment du coton, du jute et du sisal. Dans tous ces cas, un regain de la demande dans les pays industrialisés est allé de pair avec une baisse des stocks ou de la production, ou des deux à la fois. En ce qui concerne la laine, une accélération de l'activité industrielle au début de 1972 a incité à des achats massifs, en partie pour reconstituer les stocks. Partis d'un niveau peu élevé, les cours ont monté à mesure que diminuaient les stocks considérables des grands pays exportateurs. La production ayant décliné en 1972-1973 pour la quatrième année consécutive, l'offre s'est progressivement réduite. En mars 1973, à la suite d'achats spéculatifs, du Japon en particulier, les prix avaient plus que triplé par rapport à leur niveau d'un an auparavant. Les acheteurs japonais s'étant retirés du marché, les cours se sont quelque peu détendus depuis le début d'avril. Toutefois, les conditions d'approvisionnement resteront difficiles jusqu'à ce que le gros de la tonte de la prochaine saison arrive sur le marché en automne, mais les cours élevés de cette saison ne se répercuteront qu'à l'hiver sur les prix des textiles de laine.

La pénurie de fibres naturelles et la hausse des cours a incité l'industrie textile à se tourner davantage vers les textiles mélangés et synthétiques. Cela explique partiellement la forte progression de la demande mondiale de fibres de synthèse: relativement déprimés durant une bonne partie de 1972, les prix du nylon, des polyester et des acryliques se sont raffermis.

La rapidité de l'expansion économique au cours des quelque douze derniers mois a également causé une vive hausse de la demande de produits pétrochimiques. Les usines de ce secteur produisent maintenant à un niveau plus proche de leur potentiel. Il y a actuellement, à l'échelle mondiale, une pénurie d'un des principaux produits de base, le benzène, en raison notamment d'une insuffisance de la capacité de raffinage aux États-Unis et des efforts pour pousser au maximum la production d'essence. Parallèlement, une hausse du prix des charges de départ a fait augmenter le coût de la produc-

freeze on prices, except those of raw agricultural products, and his request for authority to impose export controls on grains and animal feeds.

For agricultural products an early improvement in supplies depends on favourable crops in North America and abroad this summer. Changes in farm policies, particularly in the United States where production controls on farmers were largely removed at the beginning of the year, as well as higher prices are encouraging farmers to expand output. Despite floods this spring in the Mississippi Valley, a substantial increase in U.S. production of grains and oil seeds (though not cotton) is in prospect. The outlook for the Canadian grain crop has also improved with recent rains while reports indicate a more normal crop in the Soviet Union this year. On the other hand there is continuing concern about the outlook for wheat and rice crops in other areas, particularly Asia. Although the feed grain situation appears likely to ease, the outlook for high protein feeds is more uncertain and supplies of wheat are likely to remain tight as a result of the much smaller carryover. Livestock prices have dropped back a little from their March peak, and an upswing in the hog production cycle appears to be getting underway though increased feed costs are apparently limiting the response of farmers to higher hog prices. On the other hand, only a moderate increase in beef slaughterings is expected this year as cattlemen continue to expand herds, and beef prices are expected to continue to reflect strong consumer demand. For some other commodities, notably wool, sugar, cocoa and coffee, sharp upward price fluctuations have characteristically been followed by reversals as demand and supply have adjusted, with the longer-run problem tending to be one of surpluses.

tion dans la pétrochimie. Après plusieurs années de stabilité, les prix du benzène et d'autres produits pétrochimiques ont marqué cette année une hausse qui a renforcé les pressions sur le coût des matières plastiques.

Les matières premières pour engrais ont également renchéri cette année. La forte demande a créé une situation tendue sur les marchés, spécialement sur ceux des engrais azotés et phosphatés. Le marché du soufre s'est raffermi, à la suite d'un accroissement de la demande d'engrais et de l'utilisation industrielle d'acide sulfurique. Les prix ont été majorés au début de l'année, bien que l'offre soit encore largement excédentaire dans l'Ouest du pays. La demande de potasse s'est également accrue. Partis de très bas, les prix sont remontés en 1969 grâce à l'introduction du contingentement de la production en Saskatchewan; ils sont relativement stables depuis environ un an, un effrètement à l'automne dernier ayant fait place à un redressement au printemps suivant. Toutefois, une capacité largement excédentaire pèse toujours sur le marché.

Certes, on peut s'attendre à ce que quelques-uns des facteurs qui ont contribué à cette hausse du prix des matières premières continueront de faire sentir leurs effets pendant quelque temps encore; il y a cependant lieu de croire que le rythme, dernièrement si rapide, de la hausse va ralentir et que les prix de certaines matières pourraient baisser au cours des prochains mois. Naturellement, l'évolution dépend dans une large mesure du succès des efforts déployés par les États-Unis et par plusieurs autres grands pays industrialisés pour modérer leur taux d'expansion économique avant que leur appareil de production n'atteigne ses limites. En outre, les conditions atmosphériques qui présideront aux récoltes cet été auront évidemment une grande importance.

Comme nous l'avons mentionné précédemment, le mouvement de hausse des prix s'explique en partie par l'évolution des taux de change pendant ces deux dernières années. Ainsi, il a été convenu d'indexer les prix du pétrole du Moyen-Orient sur les cours du change. Fin mai, un nouveau relèvement des prix a été décidé afin de compenser la dévaluation du dollar américain. Mais, plus fondamentalement, l'équilibre de l'offre et de la demande semble s'être modifié sur le marché des produits énergétiques. La cherté accrue de l'énergie de même que des difficultés d'ordre écologique continueront vraisemblablement à influencer les coûts de production des métaux et des autres produits de base. Il existe maintenant, pour la plupart des matières premières industrielles, de fortes incitations à augmenter la capacité de production, mais avec des degrés d'urgence très variables selon les produits. On peut escompter que, comme dans le passé, le haut niveau des prix provoquera un

ajustement, en incitant à augmenter la production, à créer des produits compétitifs ou à en améliorer d'autres et à faire davantage appel à des matières moins coûteuses. Par ailleurs, les autorités américaines ont annoncé au mois d'avril qu'elles se proposaient de liquider le gros des stocks stratégiques des États-Unis. Des projets de ce genre pourraient avoir de fortes répercussions sur le cours de certains métaux, mais il reste encore à élaborer une législation pertinente et à mettre au point les détails techniques. Un autre élément dont l'effet est encore difficile à apprécier à l'heure actuelle est l'annonce, faite le 13 juin par le président Nixon, d'un blocage temporaire des prix et la demande qu'il a formulée en vue d'obtenir les pouvoirs nécessaires pour instaurer des contrôles à l'exportation des céréales et des provendes.

C'est l'abondance des récoltes cet été en Amérique du Nord et ailleurs dans le monde qui déterminera à quel moment s'améliorera l'approvisionnement en produits agricoles. L'aménagement des politiques agricoles – notamment aux États-Unis où la plupart des contrôles à la production ont été levés au début de l'année – ainsi que la hausse des prix encouragent les cultivateurs à développer leur production. Malgré les inondations qui ont éprouvé la vallée du Mississippi ce printemps, on prévoit une augmentation sensible de la production américaine de céréales et d'oléagineux (mais non de coton). Les récentes pluies ont également amélioré les perspectives en ce qui concerne la campagne céréalière au Canada. En U.R.S.S., on annonce un retour à des récoltes plus normales cette année. Par contre, les prévisions en ce qui concerne les récoltes de blé et de riz dans les autres parties du monde, en Asie notamment, constituent un sujet constant de préoccupations. S'il est probable que la situation se détende dans le cas des céréales d'alimentation animale, les perspectives sont plus incertaines pour les provendes à haute teneur en protéines, et l'offre de blé continuera vraisemblablement d'être restreinte en raison de l'importante baisse des stocks de début de campagne. Le bétail a quelque peu baissé de prix par rapport à son sommet de mars; la production de porc semble être entrée dans une phase cyclique ascendante, mais l'augmentation du coût de l'alimentation animale semble atténuer la réaction des cultivateurs à l'amélioration des prix du porc. Par ailleurs, on ne prévoit cette année qu'une faible progression des abattages de bœufs, vu que les éleveurs continuent d'augmenter leur cheptel; l'influence dominante sur le marché bovin continuera donc sans doute d'être la forte demande des consommateurs. Par contre, pour certains autres produits, notamment la laine, le sucre, le cacao et le café, des hausses en dents de scie ont été généralement suivies d'un repli attribuable à l'adaptation de la demande et de l'offre, le principal problème à long terme tendant à être celui des excédents.

## Remarks by Gerald K. Bouey, Governor of the Bank of Canada

*At the annual convention of the  
Investment Dealers' Association of Canada  
Quebec City, 11 June 1973*

I am very pleased to have the opportunity of speaking to a group of investment dealers from across Canada quite soon after my appointment as Governor. The occasion is particularly pleasant because your invitation brings me to one of my favourite cities, Quebec, if only very briefly. I should very much like to stay here with you and to join in your discussions, but unfortunately I am not able to do so.

I plan to use much of my time today to speak of the way in which monetary policy is developing. Before taking up that topic, however, I would like to compliment M. Charron and Mr. Kniewasser on the organization of this Convention and on the choice of the future of your industry as its general theme. We in the central bank need good financial markets in which to implement monetary policy and perform our role in the management of the Government's debt. More generally the country needs a healthy capital market in order that savings can be channelled efficiently into the investment that is required to sustain vigorous economic growth. Your role in the development of such a capital market is vital.

You will be examining the future of your industry. The pace of change is such that I am sure you will not lack for topics. It is a bit startling to look back over even a relatively short span of years and take stock of the changes that have taken place in Canadian capital markets. Your own business has become a great deal more varied and complex than it was, as new activities have been added to your basic function in the markets for equities and longer-term debt. Foremost among such de-

## Allocution de M. Gerald K. Bouey, Gouverneur de la Banque du Canada

*Texte d'une causerie donnée au Congrès annuel de  
l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières,  
à Québec, le 11 juin 1973.*

Je suis extrêmement heureux d'avoir l'occasion de m'adresser, relativement peu de temps après ma nomination au poste de Gouverneur, à une assemblée de négociants en valeurs mobilières venant de toutes les régions du pays. Je me réjouis d'autant plus de votre invitation qu'elle m'amène à Québec, l'une des villes que je préfère, même si mon séjour ne pourra y être que de très courte durée. J'aurais beaucoup aimé pouvoir rester plus longtemps en votre compagnie et participer à vos débats mais, à mon vif regret, cela ne me sera pas possible.

Je voudrais consacrer l'essentiel du temps qui m'est imparti à vous entretenir de l'évolution de la politique monétaire. Mais avant d'entrer dans le vif du sujet, je tiens à féliciter M. Charron et M. Kniewasser de la parfaite organisation de ce congrès et du choix du thème des discussions; l'avenir du commerce des valeurs mobilières au Canada. Nous autres à la banque centrale ne pouvons appliquer nos politiques ni nous acquitter de notre rôle en matière de gestion de la dette publique en l'absence de marchés des capitaux bien structurés. De façon plus générale, le pays a besoin d'un marché des capitaux bien organisé afin que l'épargne puisse être canalisée efficacement vers l'investissement nécessaire au soutien d'une croissance économique vigoureuse. Or, vous jouez dans le développement d'un tel marché un rôle essentiel.

Les perspectives d'avenir du commerce des valeurs mobilières seront donc au cœur de vos délibérations. Ce secteur évolue à un tel rythme que vous ne manquerez certainement pas de sujets de discussion. Un bilan des transformations qu'ont subies les marchés financiers canadiens, ne serait-ce



velopments, one thinks of the money market. From a modest beginning, nurtured by the Bank of Canada, it has grown to occupy a place of great importance in the financial system. Some twenty years ago Government of Canada short-term bonds and treasury bills were the principal instruments available to that market. Now there is in addition a great array of provincial and municipal notes and bills, bankers' acceptances, chartered bank bearer notes, corporate and finance paper and an expanding supply of short-term bonds. And with this growth has come the development of many new techniques of inventory financing - day loans, special call loans, buy-backs, off-street loans, and so on. There is no need for me to remind a group of investment dealers of the degree to which your industry has contributed to these developments, or of the extent to which the healthy and efficient operation of the money market depends on your skill and vigilance.

The extraordinary growth of links between national financial markets has provided another dimension to developments in Canada. International capital flows are nothing new for Canadians and certainly the arrangement of international investments is not a new activity for investment dealers. The growth of international markets has, however, opened up opportunities on a new scale. At the same time it must be admitted that international business can involve new risks for the participants and that it has added at times to difficulties in managing our affairs.

There have been striking changes also in other parts of the financial system. Most dramatic, perhaps, are those affecting the position of individuals and households. The growth of Canada Savings Bonds, to which the sales efforts of investment dealers have contributed greatly, is only one example of the enlargement of investment opportunities now offered individual Canadians compared to what was available in earlier years. There is now a much wider choice of deposit instruments at banks, trust and loan companies, caisses populaires and credit unions. One thinks also of mutual funds, of new types of insurance and annuity contracts and of the spread of private and public pension arrangements.

On the other side of their balance sheets, individual Canadians as borrowers also have more options open to them. Twenty-five years ago the consumer credit business was still in its infancy. Since then as more lenders have entered the business, the spread of the new lending techniques has enormously widened the access of consumers to credit. There has been a revolution of comparable importance in the market for residential mortgages. Among the major steps have been the spread of

qu'au cours des dernières années, ne peut manquer de surprendre. Votre propre activité professionnelle est devenue notablement plus variée et plus complexe que par le passé, de nouvelles fonctions étant venues se greffer à votre rôle traditionnel sur les marchés des titres à long terme et des actions. Parmi les plus récentes transformations, celles du marché monétaire viennent évidemment les premières à l'esprit. Après des débuts modestes, qui ont bénéficié de l'appui de la Banque du Canada, le marché monétaire s'est développé au point d'occuper aujourd'hui une place très importante dans le système financier. Il y a une vingtaine d'années, les obligations à court terme et les bons du Trésor du gouvernement canadien étaient les principaux instruments négociés sur ce marché. Aujourd'hui, on y traite en outre un vaste éventail de billets et de bons des provinces et des municipalités, d'acceptations bancaires, de billets au porteur des banques à charte, de papier commercial et financier ainsi qu'un volume toujours croissant d'obligations à court terme. Parallèlement à cette expansion du marché se sont développées de nombreuses techniques nouvelles de financement des stocks de titres - prêts au jour le jour, prêts spéciaux à vue, ventes avec clause de rachat, prêts non bancaires, et j'en passe. Il serait superflu de rappeler à des courtiers en valeurs mobilières à quel point ils ont contribué à cette évolution et dans quelle mesure le fonctionnement efficace du marché monétaire dépend de leur compétence et de leur vigilance.

Le renforcement extraordinaire des liens entre les marchés financiers de divers pays a donné une dimension nouvelle à cette évolution. Les mouvements internationaux de capitaux n'ont rien d'original pour les Canadiens, de même que la conclusion d'opérations de financement à l'échelle internationale n'est guère une activité nouvelle pour nos courtiers en valeurs mobilières. Toutefois, l'essor des marchés internationaux a ouvert des possibilités d'une ampleur inconnue jusqu'ici. Il faut bien constater, en même temps, que les opérations financières à l'échelle internationale peuvent comporter des risques nouveaux pour les parties en cause et qu'elles ont parfois compliqué notre tâche.

Des changements frappants se sont également produits dans d'autres secteurs du système financier. Les plus remarquables, sans doute, sont ceux qui ont trait aux ménages. Le succès des Obligations d'épargne du Canada, auquel ont fortement contribué les négociants en valeurs mobilières, n'est qu'un signe parmi beaucoup d'autres de la diversité accrue des formes de placement maintenant offertes aux ménages, comparativement à ce qui existait il y a quelques années. Le public dispose de nos jours d'un choix bien plus étendu de genres de dépôt auprès des banques, des sociétés de fiducie ou

regularly amortized mortgages, the entry of government agencies as mortgage lenders and the provision of mortgage insurance, first by CMHC and more recently by private insurers. As a result of these changes there has been a significant widening of access to mortgage funds.

A full account of the new features of our financial system would take a long time. Private financial institutions have grown in number and in the variety of their borrowing and lending activities. Deposit insurance through government agencies affords protection for the public over and above that provided by careful supervision and inspection. In addition to the private institutions, we now also have a considerable range of governmental bodies contributing in their various ways to the financing of such sectors as housing, small businesses, and farming - areas where it has been felt that governments could usefully complement the work of private institutions and markets.

In this context I want to make special mention of the Industrial Development Bank, which as you know is a subsidiary of the Bank of Canada. It is perhaps not generally recognized how rapidly the IDB has expanded its operations in seeking to help the development of small and medium-sized business in all parts of the country. Its loan approvals have more than doubled over the past five years as have its total assets - to almost \$700 million - and the number of its branches has increased from 28 to 48. The IDB is now a large de-centralized financial institution, equipped with a highly qualified staff who operate in a business-like way in the specialized area of term financing.

The developments of recent years have brought new challenges for investment dealers. The industry has responded by developing greater expertise, expanded research facilities, more efficient administrative techniques. Changing circumstances have called for consideration of such questions as the optimum size of firms and their capitalization, foreign ownership, fee structures, and regulation both by government bodies and by the industry itself. And of course the challenges are not likely to be less than they have been. For example, major energy and natural resource investments will call for skilful and imaginative financing. To take only one other foreseeable development, the computer is bound to have a major impact not only on the payments system but on the financial system generally. In this regard, I am impressed by what I have heard about the progress your industry, in co-operation with others, is making towards the development of a central depository system for securities.

de prêt, des caisses populaires ou des credit unions. Mentionnons également les fonds de placement, les nouveaux types d'assurance ou de rente et la gamme des régimes de prévoyance publics ou privés.

Sur le plan du crédit, les Canadiens bénéficient également d'un bien plus vaste choix qu'autrefois. Il y a vingt-cinq ans, le secteur du crédit à la consommation en était encore à ses balbutiements. Depuis lors, l'extension de nouvelles techniques de prêt, à mesure qu'augmentait le nombre de prêteurs, a considérablement facilité l'accès des consommateurs au crédit. Le marché des prêts hypothécaires à l'habitation a connu une révolution non moins importante, dont les grandes étapes ont été, entre autres, le développement des hypothèques à amortissement régulier, la création d'organismes publics de crédit hypothécaire et l'introduction de l'assurance des prêts hypothécaires, offerte d'abord par la S.C.H.L. et plus récemment par des entreprises privées. Il en est résulté une bien meilleure accessibilité du crédit hypothécaire.

Il me faudrait un temps considérable pour passer en revue toutes les caractéristiques nouvelles de notre système financier. Le nombre des institutions financières privées s'est accru de même que la variété de leurs opérations d'emprunt et de crédit. L'assurance-dépôts par l'intermédiaire d'organismes d'État fournit au public une protection qui va bien au-delà de celle que procurent une surveillance et un contrôle attentifs. Outre les établissements privés, nous avons aussi maintenant un large éventail d'organismes publics qui contribuent dans leur domaine respectif au financement de secteurs tels que l'habitation, les petites entreprises, l'agriculture - tous domaines où il a semblé que les pouvoirs publics pouvaient compléter utilement le rôle des institutions privées et des marchés financiers.

Dans cet ordre d'idées, je désirerais mentionner tout spécialement la Banque d'expansion industrielle qui est, comme vous le savez, une filiale de la Banque du Canada. L'opinion publique ne se rend peut-être pas bien compte de la rapidité avec laquelle la B.E.I. a étendu ses activités, dans ses efforts pour contribuer au développement des petites et moyennes entreprises dans toutes les régions du Canada. Au cours des cinq dernières années, le volume de ses autorisations de crédit a plus que doublé, de même que son bilan, qui s'élève maintenant à près de 700 millions de dollars, tandis que le nombre de ses succursales passait de 28 à 48. La B.E.I. est maintenant une grosse institution financière décentralisée, dotée d'un personnel hautement qualifié qui opère suivant des méthodes commerciales dans le secteur spécialisé du financement à terme.

L'évolution des dernières années a contraint les négociants en valeurs mobilières à relever de nouveaux défis. Les membres de votre profession y

These will no doubt be among the topics you will be covering and I wish you well in your discussions.

The changes of recent years have affected our business in the central bank as well as yours as private participants in financial markets. However, just as the essentials of your job remain the same, so do the essentials of ours. You try to bring savers and investors together as efficiently as you can. Our job is to regulate the pace of monetary and credit expansion in Canada in such a way as to help the economy achieve and maintain vigorous growth and high levels of employment. This means avoiding, insofar as possible, the waste of high unemployment on the one hand and the strains of worsening inflation on the other. It will come as no surprise to you that this is more easily said than done. There are a few things I would like to say about the monetary policy we have followed in the changing economic circumstances of recent months.

At the beginning of the 1970s monetary policy in Canada faced a task which could be thought of as comprising two stages. The first stage of the task would be to help get the economy expanding rapidly enough for long enough to carry it back up to relatively high levels of employment and capacity utilization. Once this objective was in sight, the task would change to one of helping steer the economy onto a sustainable expansion path without inflationary over-heating, and keeping it on this path of high employment growth.

Thus in 1971 and 1972 the monetary policy followed in Canada was strongly expansionary. Its main objective was to help stimulate the unusually rapid gains in spending, output and jobs needed to bring the economy back up to more satisfactory operating levels as soon as possible. The chartered banks were provided with sufficient growth in their cash reserves to enable them not only to accommodate all normal credit demands without significant strain, but also to conduct an aggressive search for additional lending opportunities.

As a result the supply of bank credit in the form of loans, mortgages and similar investments registered substantial increases of 21 per cent in 1971 and a further 23 per cent in 1972. Although the banks were not able to add commensurately to their holdings of liquid assets from mid-1971 onwards, their over-all asset growth nevertheless amounted to 19 per cent in 1971 and 15 per cent in 1972. In total, private holdings of currency and chartered bank deposits registered increases of much the same order of magnitude during this period.

ont fait face en diversifiant leurs compétences, en accroissant leurs efforts de recherche et en perfectionnant leurs méthodes d'administration. L'évolution de la situation a nécessité l'étude de questions telles que la taille optimale des maisons de courtage et leur structure financière, la participation des capitaux étrangers, les barèmes de courtage et la réglementation du secteur tant par les pouvoirs publics que par les organisations professionnelles. Il va de soi que les problèmes de l'avenir ne seront pas moindres que ceux du passé. Par exemple, les gros efforts d'investissement nécessités par l'exploitation de l'énergie et des ressources naturelles exigeront des formes originales et bien étudiées de financement. Pour citer un autre cas, nous ferons remarquer qu'il est d'ores et déjà prévisible qu'un recours accru à l'ordinateur aura des répercussions considérables non seulement sur les mécanismes de paiement mais également sur l'ensemble du système financier. A cet égard, j'avoue être impressionné par ce que j'ai appris des progrès réalisés par votre secteur, en collaboration avec d'autres, dans la mise au point d'un système central de dépôt de titres.

Ce sont là quelques-uns des sujets que vous aborderez, et j'aime à croire que vos débats se révéleront féconds.

Si l'évolution de ces dernières années a modifié votre rôle de participants du secteur privé sur les marchés financiers, elle a également influé sur nos activités à la banque centrale. Néanmoins, vos fonctions, de même que les nôtres, demeurent pour l'essentiel inchangées. Vous vous efforcez, le plus efficacement possible, de servir de lien entre les épargnants et les investisseurs. Notre tâche à nous consiste à régler le rythme d'expansion de la monnaie et du crédit au Canada de façon à favoriser une croissance vigoureuse et soutenue de l'économie ainsi qu'un haut niveau d'emploi. Un tel objectif implique qu'il faut éviter, dans la mesure du possible, d'une part le gaspillage que constitue un chômage élevé, d'autre part les tensions occasionnées par une aggravation de l'inflation. Vous savez comme moi que tout cela est plus facile à dire qu'à réaliser... Permettez-moi, maintenant, de vous donner un aperçu de la politique monétaire que nous avons suivie dans le contexte économique changeant des derniers mois.

Au début des années soixante-dix, la politique monétaire a eu à remplir une tâche dont on pouvait dire qu'elle comportait deux phases. Au cours de la première, il fallait promouvoir un essor suffisamment rapide et durable pour faire retrouver à l'économie des niveaux relativement élevés d'emploi et d'utilisation de l'appareil productif. Cependant, une fois cet objectif en vue, il convenait évidemment de changer de cap et d'aider l'économie à

For a time the response of the economy to this rapid growth in money and credit and to the expansionary measures introduced by the Government was less vigorous and clear-cut than one would have liked. As recently as the third quarter of last year, there were signs of at least temporary hesitancy in the pace of expansion, and the absence of any significant downtrend in the unemployment statistics was particularly disappointing.

Since the autumn of last year, however, the tempo of economic activity in Canada has picked up dramatically. Whatever lingering doubts there may have been about the underlying strength of the current expansion have been dispelled by the impressive economic advance since last fall. The extraordinarily rapid rates of increase in output that occurred in the fourth and first quarters were in part a catching-up after the strike dislocations which plagued the economy earlier. But if one compares the current level of major economic indicators with their levels a year ago, the record is still a remarkable one. Let me give you a few of the numbers. (These comparisons are based on the increase over the year to the most recent three-month period available.) The Gross National Product has risen by 13½ per cent in value and by 8 per cent in volume. Industrial production is up by 9½ per cent. These increases are in fact as large or slightly larger than the impressive gains recorded by similar measures in the United States over the same period. Among the major sources of demand, total consumer spending has increased by 13 per cent with spending on durable goods up by 22 per cent. Both our exports and our imports have increased by nearly 25 per cent. The strong gains in demand over the past year have also had a substantial impact on employment, which in February, March and April was almost 5 per cent higher than a year earlier. Moreover, the gains in employment over the past year have been substantial in all parts of the country, with the largest occurring in the Atlantic provinces and here in Quebec, where the increases were 6.3 and 5.2 per cent respectively. While the very strong demand for labour has been accompanied by an exceptional growth of the labour force, it has finally brought a significant reduction in the national unemployment rate — from 6.9 per cent in September to 5.5 per cent in March and 5.4 per cent in April. This is a most welcome development.

The recent acceleration of activity in Canada has brought us a good deal closer to the effective capacity limits of the economy than we have

s'orienter vers une courbe de croissance soutenable, à l'abri de toute surchauffe inflationniste, et de la maintenir sur cette voie d'une expansion accompagnée d'un haut niveau d'emploi.

C'est pourquoi la politique monétaire suivie au Canada en 1971 et en 1972 a été nettement expansionniste. Son objectif principal était de contribuer à stimuler les progrès exceptionnellement rapides de la dépense, de la production et de l'emploi qui étaient nécessaires pour que l'économie retrouvât le plus tôt possible des niveaux d'activité plus satisfaisants. La politique de réserves-encaisse fut libérale au point que les banques à charte furent en mesure non seulement de satisfaire sans difficulté toutes les demandes normales de crédit, mais encore de rechercher activement d'autres possibilités de prêt.

Il en est résulté un accroissement de 21% en 1971, puis de 23% en 1972, du crédit bancaire octroyé sous forme de prêts, de concours hypothécaires et d'avoirs du même genre. Bien que les banques n'aient pas réussi, depuis la mi-1971, à augmenter leurs avoirs liquides dans la même proportion, elles ont vu croître leur bilan de 19% en 1971 et de 15% en 1972. Dans l'ensemble, la monnaie hors banques et les dépôts dans les banques à charte ont enregistré une progression assez comparable au cours de la même période.

Pendant un certain temps l'économie n'a pas réagi aussi vigoureusement ni aussi nettement qu'on l'aurait désiré à cette croissance rapide de la monnaie et du crédit ainsi qu'aux mesures expansionnistes prises par le gouvernement. Au troisième trimestre de l'an passé, encore, l'expansion manifestait des signes d'hésitation temporaire, et l'absence de toute tendance significative à la baisse du chômage était particulièrement décevante.

Depuis l'automne dernier, toutefois, le rythme de l'activité économique au Canada s'est accéléré de façon saisissante. Les progrès remarquables de notre économie depuis l'automne dernier ont dissipé les doutes qui pouvaient exister au sujet de la vigueur de la tendance expansionniste actuelle. Certes, l'augmentation exceptionnellement rapide de la production au dernier trimestre de 1972 et au premier trimestre de 1973 s'explique en partie par un phénomène de rattrapage consécutif aux perturbations causées dans le courant de l'année dernière par les grèves. Mais la comparaison du niveau actuel des principaux indicateurs économiques avec celui d'il y a un an donne quand même des résultats impressionnants. Laissez-moi vous indiquer quelques chiffres. (Les taux de croissance que je vais citer portent sur l'année se terminant avec le dernier trimestre pour lequel des données sont disponibles.) Le produit national brut s'est accru de 13½% en valeur et de 8% en volume,

been for some time. While the over-all unemployment rate is just below 5½ per cent, the rate for men 25 and older has come down to 4 per cent, only about ½ of 1 per cent higher than the level for this group in the mid-1960s. Indeed there is already evidence of distinctly tight conditions emerging in the labour market for experienced workers in various regions of Canada. Moreover, order backlogs have increased and delivery dates lengthened in the case of a number of important basic materials, such as lumber, cement and certain steels, chemicals and paper products, as output in these industries nears capacity. I am well aware that the situation in both labour and product markets is by no means uniform across the country, and in assessing the situation we must continue to bear in mind regional disparities.

To date most of the increased price pressures that we have been seeing can be attributed to developments in international markets, where there has been an almost unprecedented rise in the prices of many basic foodstuffs and other primary commodities. We need to be alert, however, to the risk of adding to these externally generated pressures by allowing domestic demand to move up so rapidly that we become faced with generalized strains on our productive capacity.

The rate of growth in real GNP during the two quarters ending 1Q 1973 was close to 12 per cent a year on the basis of the preliminary estimates now available – more than double the 5-5½ per cent a year that is generally regarded as the maximum growth rate sustainable over the longer term in this country. It is true that a number of measures of economic activity such as automobile sales, housing starts and inventory accumulation appear to have reached such high levels that some pause in their upward climb seems very likely. Nevertheless, such forward-looking indicators as the survey of investment intentions and new orders for manufactured goods suggest that we can expect further strong growth in output and employment.

In the United States the economic expansion is also well advanced. By the early months of 1973 the rise in employment had brought the total unemployment rate down to 5 per cent and the rate for adult men in the labour force down to about 3.4 per cent. The recent emphasis in U.S. economic policy has reflected concern that the expansion is proceeding too rapidly and that the stage has been reached where further increases in demand at the same rate would add to inflationary pressures in product and labour markets and make it more difficult to avoid a subsequent letdown.

tandis que la production industrielle augmentait de 9½%. Ces chiffres sont identiques ou même légèrement supérieurs à ceux, pourtant spectaculaires, qu'ont enregistrés les États-Unis au cours de la même période. Si nous passons aux principaux éléments de la demande, nous voyons que l'ensemble des dépenses de consommation dépasse de 13% le chiffre d'il y a un an, alors que les dépenses en biens durables ont progressé de 22% et nos exportations, comme nos importations, de près de 25%. Cette vive augmentation de la demande a également eu un effet sensible sur l'emploi, dont le taux en février, en mars et en avril s'établissait à presque 5% de plus qu'un an auparavant. En outre, la progression de l'emploi a été sensible dans toutes les régions du Canada, les gains les plus remarquables – 6.3 et 5.2% respectivement – ayant été observés dans les provinces Atlantiques et ici même au Québec. Bien que la très forte demande de main-d'œuvre soit allée de pair avec une croissance exceptionnelle de la population active, elle a finalement produit une nette baisse du taux de chômage, qui, de 6.9% en septembre, est passé à 5.5% en mars et à 5.4% en avril. C'est là une évolution des plus satisfaisante.

Par suite de l'accélération récente de l'activité au Canada, nous nous trouvons actuellement beaucoup plus près du niveau maximum d'utilisation de l'appareil productif que nous ne l'avons été depuis quelque temps. Si le taux de chômage global est d'un rien inférieur à 5½%, il est descendu à 4% pour les hommes de 25 ans et plus, soit à un niveau d'environ ½% seulement supérieur à celui qu'a connu cette catégorie de la population active au milieu des années soixante. En fait, il existe déjà des indices de tensions sur le marché du travail, en raison de la pénurie de main-d'œuvre expérimentée dans diverses régions du pays. En outre, les commandes en souffrance et les délais de livraison ont augmenté dans le cas d'un certain nombre de produits de base importants, tels que le bois d'œuvre, le ciment et certains aciers, produits chimiques et produits de l'industrie du papier, à mesure que ces branches d'activité approchent de leur niveau maximum de production. Toutefois, je sais fort bien que, sur le marché du travail comme sur celui des produits industriels, la situation est loin d'être uniforme dans tout le pays et que, dans notre appréciation de la conjoncture, nous devons continuer à tenir compte des disparités régionales.

Jusqu'ici, l'accroissement des pressions observées sur les prix peut être attribué à l'évolution des marchés internationaux, qui ont été le théâtre d'un renchérissement, à peu près sans précédent, de nombreuses denrées alimentaires et d'autres produits de base. Ne perdons pas de vue, toutefois, que nous courons le risque d'aggraver ces pressions d'origine extérieure si nous

It has become popular in the United States to speak of the problem facing that economy as one of "re-entry". There is widespread recognition that the problem now is to moderate the pace of expansion so that the economy can grow at the rate needed to maintain high levels of activity and employment. An economy growing much more rapidly than its long-run potential growth rate must slow down sooner or later. The important question is how smooth this adjustment will be in terms of output, employment and prices. Needless to say the Canadian economic situation will be greatly affected by the outcome in the United States.

In the area of monetary policy, the Federal Reserve System has taken steps to slow down an extremely rapid rate of bank credit expansion. Since the beginning of this year Federal Reserve discount rates have risen in five steps from 4½ per cent to 6½ per cent. Other short-term interest rates in the United States have also risen sharply. The prime lending rates of the commercial banks are now generally at a nominal level of 7½ per cent, which implies an effective level of about 8½ per cent after taking account of the widespread practice of requiring compensatory balances.

Against this economic background we have been concerned about certain features of recent financial developments in Canada. So far this year bank loans have risen at an annual rate of almost 30 per cent, a distinct acceleration compared to the already rapid increase of 22 per cent in 1972. A 30 per cent rate of increase in bank loans is considerably higher than is needed to help finance continuing sustainable growth of the economy. If allowed to continue unchecked such rapid loan growth, and the associated rapid growth of money holdings in Canada, would pose a serious risk of adding to inflationary pressures and of reducing the chances of future stability of the economy. Some moderation is clearly needed.

The Bank of Canada has conducted its operations in such a way that the extraordinarily rapid expansion of bank loans this year has had to be financed in part by a reduction in bank liquidity in order to prevent it from being fully reflected in the rate of monetary expansion. In the circumstances the unusual strength of credit demands in Canada together with the relatively high and rising level of short-term interest rates in the United States have tended to push interest rates in Canada upward, particularly short-term rates including bank deposit and lending rates. Although the Bank of Canada has acted to temper the pres-

laignons la demande intérieure augmenter à un rythme tel qu'une grande partie de notre appareil de production ne soit l'objet de tensions.

D'après les chiffres provisoires disponibles actuellement, le taux annuel de croissance du P.N.B. réel au cours des six mois se terminant avec le premier trimestre de 1973 a, semble-t-il, approché des 12%, soit de plus du double des 5 à 5½% généralement considérés comme le taux de croissance maximum que le Canada pourrait soutenir à long terme. Il est vrai qu'un certain nombre de baromètres de l'activité économique tels que les ventes d'automobiles, les mises en chantier de logements et l'accumulation de stocks semblent avoir atteint des niveaux tellement élevés que leur progression devrait très probablement marquer le pas. Néanmoins, des indicateurs prospectifs tels que les intentions d'investissement et les nouvelles commandes de produits manufacturés donnent à penser que nous pouvons escompter une poursuite de la forte croissance actuelle de la production et de l'emploi.

Aux États-Unis aussi, l'expansion économique est bien en train. Dès les premiers mois de 1973, la progression de l'emploi avait abaissé le taux de chômage global à 5% et celui des adultes du sexe masculin à quelque 3.4%. La politique économique suivie dernièrement aux États-Unis a surtout reflété la crainte que l'expansion soit trop rapide et que l'économie ait atteint le seuil à partir duquel d'autres augmentations comparables de la demande renforceraient les pressions inflationnistes sur les marchés des biens et du travail et rendraient plus difficiles les efforts visant à éviter une baisse ultérieure.

Les Américains, pour caractériser le problème auquel doit faire face leur économie, ont emprunté au vocabulaire de l'aéronautique le terme de «reentrée». Autrement dit, on convient généralement qu'il s'agit maintenant de ramener le rythme d'expansion de l'économie au taux voulu pour maintenir un niveau élevé d'activité et d'emploi. Une économie qui progresse à un rythme beaucoup plus rapide que son taux potentiel de croissance à long terme doit nécessairement ralentir un jour ou l'autre. L'important est de savoir si la transition s'effectuera sans heurts sur le plan de la production, de l'emploi et des prix. Il va sans dire que la conjoncture économique au Canada sera grandement influencée par le résultat atteint aux États-Unis.

Dans le domaine de la politique monétaire, le Système de Réserve fédérale a pris des mesures en vue de freiner le taux extrêmement rapide d'expansion du crédit bancaire. Depuis le début de l'année, les taux d'escompte de la Réserve Fédérale sont passés de 4½ à 6½% à la suite de cinq augmentations successives. Les autres taux d'intérêt à court terme ont également marqué une vive hausse. À l'heure actuelle, les banques commerciales affi-

tures in financial markets, it has been necessary to permit an upward movement of interest rates in order to exercise reasonable control over the monetary situation. The Bank of Canada raised its own lending rate by  $\frac{1}{2}$  per cent on 9 April and 14 May and by a further  $\frac{1}{2}$  per cent effective today.

In connection with these steps to bring about some moderation in the over-all growth of chartered bank lending, the banks have given assurances that they will, in accordance with their normal policies, continue to pay particular attention to the needs of small businesses which do not have easy access to other credit sources and to applications for credit in the slower growth regions of the country. The banks have also been asked to resist unusual requests for funds from foreign corporations or foreign subsidiaries in Canada in order to give priority to requests by their Canadian customers for funds to be used for Canadian purposes.

A moderation of the growth of the banking system can be achieved while still leaving ample scope for rates of credit and monetary growth fully adequate to sustain the economic expansion. There is, I find, a common tendency to try to describe monetary policy with a vocabulary of only two words — "tight" and "easy". This is not very illuminating. What we want to bring about is a moderation of the recent extraordinary rates of bank credit expansion. We want to do this in order to lessen the risk that excessive demand pressures will develop in the months ahead. The underlying objective is to increase the prospect of maintaining the high levels of employment and output that now seem to be within our grasp.

chent généralement un taux débiteur de base de  $7\frac{1}{2}\%$ , ce qui implique un coût réel de l'ordre de  $8\frac{1}{2}\%$ , compte tenu de la pratique courante d'exiger le maintien d'un certain montant en compte créditeur.

En regard du contexte économique que nous venons d'évoquer, certains aspects de l'évolution financière récente au Canada n'ont pas manqué de nous inquiéter. Depuis le début de 1973, les prêts bancaires ont augmenté à un taux annuel de presque 30%, ce qui représente une accélération notable par rapport à la progression déjà rapide de 22% enregistrée en 1972. Or, un rythme de croissance du crédit bancaire de 30% est considérablement supérieur au taux nécessaire au maintien d'une croissance soutenable de l'économie. Si on la laisse se poursuivre librement, cette progression rapide des prêts ainsi que celle, parallèle, des avoirs monétaires au Canada risqueraient fortement d'aggraver les pressions inflationnistes et de compromettre les perspectives de stabilité de notre économie. Un ralentissement est donc de toute évidence nécessaire.

La Banque du Canada a pratiqué une politique telle que la progression exceptionnelle des prêts bancaires cette année a dû être financée en partie par une compression des liquidités bancaires, de manière à éviter une accélération proportionnelle du taux d'expansion monétaire. Dans ces circonstances, la vigueur peu commune des demandes de crédit au Canada, conjuguée au loyer déjà relativement élevé et encore en hausse de l'argent à court terme aux États-Unis, a eu tendance à faire monter les taux d'intérêt au Canada, particulièrement sur le marché du court terme qui comprend notamment les taux débiteurs et créditeurs appliqués par les banques. Bien que la Banque du Canada se soit efforcée d'atténuer les pressions sur les marchés financiers, elle a dû tolérer une certaine hausse des taux d'intérêt afin de garder un contrôle raisonnable de la situation monétaire. Comme vous le savez, la Banque a majoré le taux d'escompte de  $\frac{1}{2}\%$  le 9 avril, puis le 14 mai, et l'a encore relevé d'un demi-point à compter d'aujourd'hui.

Dans le contexte de ces mesures visant à modérer quelque peu la croissance de l'ensemble du crédit bancaire, les banques ont donné l'assurance qu'elles continueront, conformément à leur politique habituelle, d'accorder une attention particulière aux besoins des petites entreprises qui n'ont pas facilement accès aux autres sources de financement ainsi qu'aux demandes de crédit émanant des régions à croissance relativement lente du pays. Elles ont été également priées de ne pas accéder aux demandes exceptionnelles de prêt présentées par des sociétés étrangères ou par des filiales canadiennes de sociétés étrangères, afin de satisfaire en priorité les demandes de leurs clients canadiens désireux de financer des dépenses utiles à l'économie nationale.

## Record of press releases

Il est possible de modérer la croissance du système bancaire tout en permettant aisément une croissance de la monnaie et du crédit tout à fait suffisante pour soutenir l'essor économique. Il est, je crois, une tendance répandue qui consiste à se limiter aux deux mots «austérité» et «aisance» pour dépeindre la politique monétaire. Ce vocabulaire restreint n'est pas pour rendre la description plus explicite. Ce que nous voulons obtenir, c'est une modération de l'expansion extraordinairement rapide enregistrée récemment par le crédit bancaire. Nous cherchons ainsi à atténuer le risque de voir se produire des pressions excessives de la demande au cours des prochains mois. Ne l'oublions pas, notre objectif fondamental est de donner à l'économie de meilleures chances de maintenir les hauts niveaux d'emploi et de production qui semblent être maintenant à notre portée.

## Record of press releases

## Communiqués reproduits à titre documentaire

*Major press statements issued by the Bank of Canada and selected other official releases of related interest are published below.*

*On trouvera sous cette rubrique certains communiqués importants publiés par la Banque du Canada ou par d'autres organismes officiels.*

### Interest

Bank of Canada  
10 June 1973

Banque du Canada  
le 10 juin 1973

The Bank of Canada announced today that the Bank Rate has been increased by  $\frac{1}{2}$  per cent to  $6\frac{1}{4}$  per cent effective June 11. The Bank Rate was set at  $5\frac{3}{4}$  per cent on May 14, 1973.

The Governor of the Bank of Canada, Mr. Gerald K. Bouey, said that it is the policy of the Bank to bring about a moderation of the extraordinarily rapid growth in bank credit, which has been at an annual rate of about 30 per cent so far this year. At the same time the strength of credit demands associated with the very strong performance of the economy has put further upward pressure on short-term interest rates, and this pressure has been reinforced by similar developments in other countries. The change in the Bank Rate was a consequence of this situation.

Mr. Bouey said that a more moderate pace of bank lending would lessen the risk that excessive demand pressures will develop in the months ahead, while leaving ample scope for monetary growth adequate to sustain the expansion of output and employment.

La Banque du Canada a annoncé aujourd'hui un relèvement de  $\frac{1}{2}$ % du taux d'escompte, qui passe ainsi à  $6\frac{1}{4}$ % à compter du 11 juin. Ce taux avait été fixé à  $5\frac{3}{4}$ % le 14 mai 1973.

Le Gouverneur de la Banque, M. Gerald K. Bouey, a déclaré que la politique de la Banque visait à modérer la croissance extraordinairement rapide du crédit bancaire, qui s'est élevée à un taux annuel d'environ 30% depuis le début de 1973. Parallèlement, la vigueur des demandes de prêt, conjuguée à la forte tendance expansionniste de l'économie, a accru les pressions à la hausse sur le loyer de l'argent à court terme, pressions qui ont été renforcées par une évolution similaire dans d'autres pays. C'est ce contexte qui explique la modification du taux d'escompte.

M. Bouey a indiqué qu'un rythme plus modéré de progression du crédit bancaire atténuerait le risque de pressions excessives de la demande au cours des prochains mois, tout en permettant aisément une croissance monétaire suffisante pour soutenir les progrès de la production et de l'emploi.

### Cover: Colonial 1/50th dollar

In 1971 the United Kingdom abandoned its currency system of pounds, shillings and pence and changed to the decimal system. This was not a decision quickly taken! As early as 1820 consideration had been given to issuing a decimal currency for the colonies. It was to have been based on the Spanish silver dollar which was the main circulatory medium in many parts of the world at that time. Halves, quarters, eighths and sixteenths of a dollar were issued in silver in 1820 for some colonies, with a further issue in 1822 for others, including those colonies that now form the Maritime Provinces of Canada. In 1823 preparations were made to issue three copper coins in the denominations of 1/50, 1/100 and 1/200 of a dollar which were to have been roughly equal in value to a penny, a halfpenny and a farthing, respectively. Designs were approved and dies prepared for the two higher denominations and a few pieces were struck but none were issued for circulation. The obverse of the coins bore a laureated head of King George IV. The reverse, illustrated on the front cover, left no doubt that the coins were for use in the colonies. The early Canadians could well have been thankful that the coins were not issued as the 1/50 piece was a cumbersome copper coin nearly as large as a silver dollar. This coin is in the Numismatic Collection of the Bank of Canada. Photography by John Evans, Ottawa.

### Subscriptions

Canada and the United States: \$10.00 per annum; \$25.00 for three years. All other countries: \$12.00 per annum; \$30.00 for three years.  
Public Libraries, Libraries of the Government of Canada and of Canadian provincial and municipal Governments (including Crown corporations and agencies), Libraries of Canadian and foreign educational institutions: one half of the regular rate.  
Subscription rates include the cost of postage at third class rates in Canada and the United States, airtel for other countries.  
Reprints of articles are available in packages of ten copies at a price of \$1.00.  
Individual copies of the Review may be obtained at all Bank of Canada Agencies at a price of \$1.00 per copy.  
Remittances should be made payable to the Bank of Canada, collectable in Canadian currency.

Correspondence should be addressed to: Bank of Canada Review,  
Bank of Canada,  
Ottawa K1A 0G9,  
Canada

The content of the Review may be reproduced or referred to provided that the Bank of Canada Review with its date, is specifically quoted as the source.

### Couverture: pièce de un cinquantième de dollar colonial

En 1971, le Royaume-Uni a abandonné l'ancienne division de la livre en 20 shillings et du shilling en 12 pence, pour adopter le système décimal. Ce ne fut pas une décision précipitée! Dès 1820, en effet, il avait été envisagé d'émettre, à l'intention des colonies, une monnaie fondée sur le système décimal. Cette monnaie devait s'inspirer de la piastre d'argent espagnole, à l'époque le principal moyen d'échange dans de nombreuses parties du monde. Cette année-là, des pièces d'argent d'une moitié, d'un quart, d'un huitième et d'un seizième de dollar furent émises pour usage dans quelques colonies, tandis que pour certaines autres – dont celles qui constituent maintenant les provinces Maritimes – il y eut en 1822 une émission supplémentaire. En 1823, on se prépara à émettre trois pièces de cuivre de 1/50, 1/100 et 1/200 de dollar, qui auraient valu environ un penny, un demi-penny et un farthing respectivement. Pour les deux premières, les modèles furent approuvés et les matrices coulées. On en frappa même quelques-unes, mais aucune ne fut mise en circulation. L'avers est orné d'une tête laurée du roi Georges IV. Le revers, dont la reproduction agrémentée la couverture, prouve sans équivoque que les pièces étaient destinées aux colonies. Les Canadiens de cette époque ont eu de la chance qu'elles n'aient jamais été mises en circulation, le 1/50 de dollar étant une lourde pièce de cuivre presque aussi grosse que le dollar d'argent. L'exemplaire reproduit fait partie de la collection numismatique de la Banque du Canada. Photographie: John Evans, Ottawa.

### Abonnements

Canada et États-Unis: 1 an, \$10; 3 ans, \$25. Tous autres pays: 1 an, \$12; 3 ans, \$30.  
Bibliothèques publiques, bibliothèques du gouvernement canadien, des gouvernements provinciaux et municipaux du Canada (y compris celles des sociétés et agences de la Couronne), bibliothèques des établissements d'enseignement au Canada ou à l'étranger: demi-tarif pour les exemplaires expédiés sous un seul pli.  
L'abonnement comprend les frais de port, par courrier de troisième classe au Canada et aux États-Unis, par avion pour les autres pays.  
On pourra se procurer des tirés à part d'articles parus dans la Revue, au prix de \$1 le paquet de 10 exemplaires.

On pourra également se procurer des exemplaires de la Revue à toutes les agences de la Banque du Canada, au prix de \$1 chacun.  
 Paiement à l'ordre de la Banque du Canada.

Adresser toute correspondance à: La Revue de la Banque du Canada  
Banque du Canada  
Ottawa K1A 0G9  
Canada

Reproduction autorisée à condition que la source – Revue de la Banque du Canada, mois et année – soit formellement indiquée.

## Recent developments in the Canadian economy

A review of major trends  
in demand, output and employment

The estimates for the National Accounts that became available in early June confirm the profile of strong expansion for the Canadian economy starting with the first quarter of 1971. According to this information, incorporating revisions going back several years as well as preliminary estimates for the first quarter of this year, real GNP advanced by 5¼ per cent in both 1971 and 1972, a pace somewhat faster than the normal growth of the economy's potential. However the expansion during this period was by no means as steady as these annual changes suggest. After a strong resurgence in the first three quarters of 1971, there was a distinct slowing during the winter of 1971-72 and again last summer, when output was seriously disrupted by work stoppages both in Canada and overseas. In the third quarter of 1972, total output of goods and services (real GNP) was only 4 per cent higher than a year earlier and unemployment averaged 6.6 per cent of the labour force, its highest rate since the early 1960s. It was not immediately apparent to what extent the slowdown was confined to the temporary effects of labour disputes, but as the various indicators of economic activity for the final months of 1972 began to come in, it became increasingly clear that the strengthening of output in the latter part of the year was greater than could be explained by post-strike rebound.

Indeed, the data that have become available in the past several months reveal a continuing economic expansion in the first part of 1973 that has been exceptional in its pace and breadth and owes little to any post-strike gains. Remarkably strong increases have been registered in business and consumer spending. At the same time exports have continued to move ahead at a rapid pace in response to very strong demand in world commodity markets and the sustained vigour of business activity both in the United States and overseas.\* By the first quarter of 1973

\*See "Commodity prices in a world perspective", Bank of Canada Review, June 1973.

## Evolution récente de l'économie canadienne

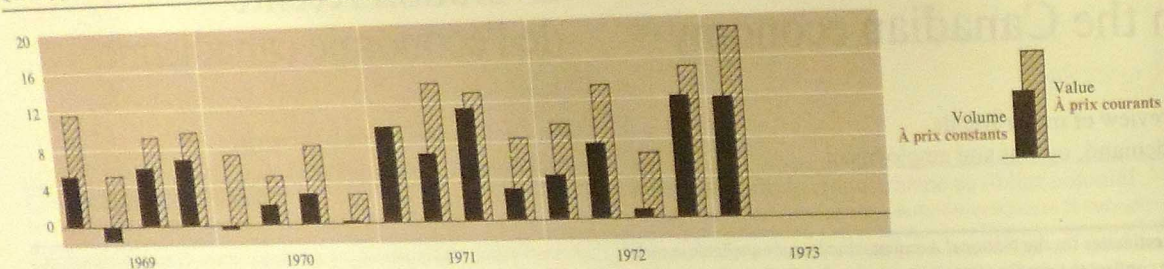
Principales tendances de la demande,  
de la production et de l'emploi

Les estimations de la comptabilité nationale connues début juin confirment l'allure fortement expansionniste de l'économie canadienne depuis le premier trimestre de 1971. D'après ces statistiques, qui tiennent compte de révisions portant sur plusieurs années ainsi que des chiffres provisoires relatifs aux trois premiers mois de 1973, le P.N.B. à prix constants a progressé de 5¼% tant en 1971 qu'en 1972, soit à une cadence légèrement plus rapide que le rythme potentiel moyen de croissance de notre économie. Toutefois, l'expansion des deux dernières années est loin d'avoir été aussi régulière que sembleraient l'indiquer ces taux de progression annuels. Ainsi une vive reprise au cours des neuf premiers mois de 1971 a été suivie d'un net ralentissement pendant l'hiver de 1971-1972, puis durant l'été de 1972, au cours duquel des conflits du travail au Canada et outre-mer ont sérieusement perturbé la production. Au troisième trimestre de l'an dernier, la production globale de biens et de services (P.N.B. réel) n'était que de 4% supérieure à son niveau de la même période en 1971, tandis que le chômage se situait en moyenne à 6.6% de la population active, son taux le plus élevé depuis le début des années soixante. Sur le moment, il était difficile de déterminer dans quelle mesure ce ralentissement constituait un effet passager des arrêts de travail mentionnés plus haut; cependant, à mesure que les données relatives aux différents indicateurs de l'activité économique pour les derniers mois de 1972 étaient publiées, il est devenu de plus en plus clair que la reprise de la production au cours de la dernière partie de l'année ne pouvait s'expliquer uniquement par un phénomène de rattrapage consécutif aux grèves.

Les données parues au cours des derniers mois montrent bien que l'économie connaît en fait depuis le début de 1973 une croissance exceptionnelle, tant par son rythme que par son ampleur, croissance difficilement attribuable à une reprise d'après-grève. La dépense des entreprises et des ménages a marqué une augmentation particulièrement sensible, tandis que les exportations continuaient de progresser rapidement à la faveur d'une très forte demande sur les marchés mondiaux des matières premières et d'un essor

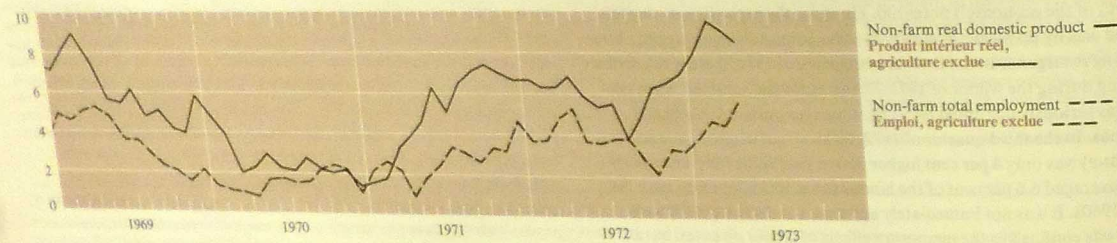
Chart I GNE, value and volume  
Graphique I D.N.B. à prix courants et à prix constants

Quarterly percentage changes at annual rates, seasonally adjusted Variations trimestrielles en %, taux annuels, données désaisonnalisées



Non-farm production and employment  
Production et emploi, agriculture exclue

Percentage change, twelve months ending, seasonally adjusted Variations en % par rapport au mois correspondant de l'année antérieure, données désaisonnalisées



real GNP was running 8 per cent ahead of its level one year earlier. The growth of employment has been particularly responsive to the very large increases in output, and a major consequence has been a rapid decline in unemployment from the peak levels reached in the latter part of 1972. The recent information on the economy also indicates that the pattern of demand is changing as the economy progresses further along the recovery path. Therefore, before discussing recent developments in spending, output and employment, it may be useful to review some of the salient features of the demand expansion in a more extended time-frame. In Chart II the pattern of growth of the more cyclical elements of

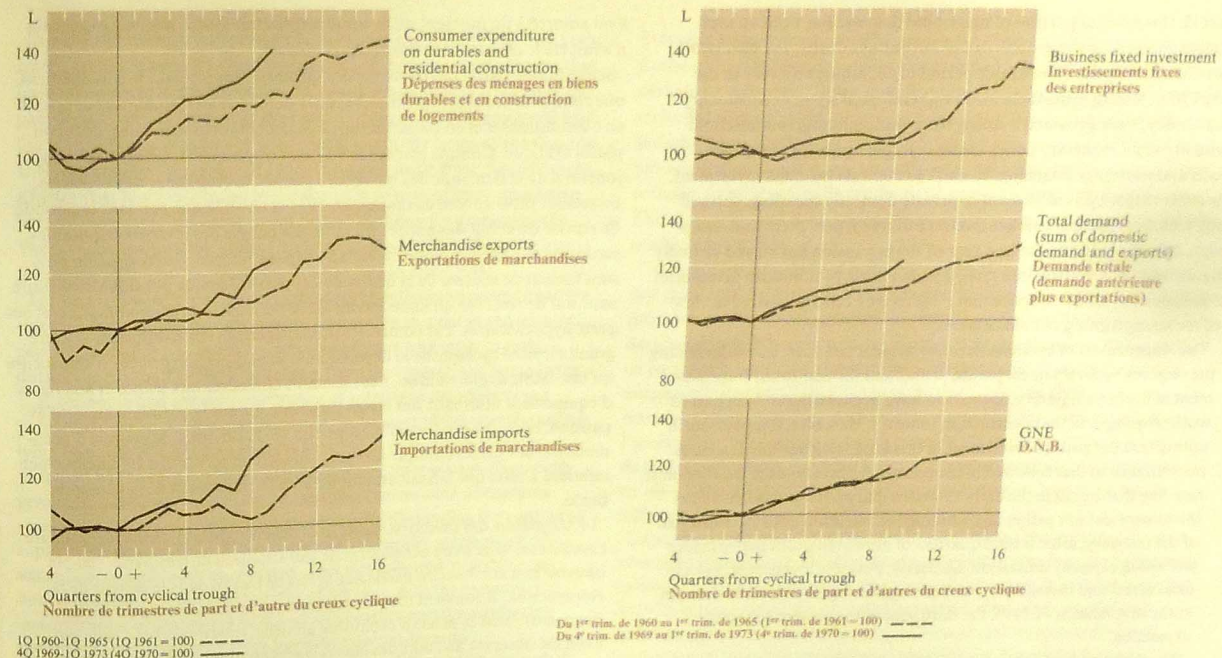
soutenu de l'activité économique aux États-Unis et outre-mer\*. Au premier trimestre de 1973, le P.N.B. à prix constants était de 8% supérieur à son niveau de douze mois auparavant. La très vive augmentation de la production a eu des effets particulièrement marqués sur l'emploi, notamment sous la forme d'une baisse rapide du chômage par rapport aux sommets atteints au cours de la seconde moitié de 1972.

Les derniers renseignements sur l'évolution de l'économie indiquent également qu'à mesure que celle-ci progresse sur la voie du redressement, la

\* Voir «Les prix des matières premières» dans la Revue de la Banque du Canada, juin 1973.

Chart II Selected GNE aggregates: A cyclical comparison of recovery paths  
Graphique II Quelques composantes de la D.N.B. : Comparaison de deux périodes de reprise cyclique

Seasonally adjusted indexes, derived from constant (1961) price data Indices tirés de données désaisonnalisées exprimées en dollars de 1961



1Q 1960-1Q 1965 (1Q 1961 = 100) - - - -  
4Q 1969-1Q 1973 (4Q 1970 = 100) ————

demand (measured in volume terms) is compared with that during the early 1960s, the most recent comparable phase of economic expansion. Of course, comparisons of this kind have their limitations since the economic background against which such cycles occur is bound to be different. It should be noted, for example, that the most recent expansion started from a position of less slack in the economy than was the case in the early 1960s.

While a large portion of expenditure by Canadian households is typically a relatively stable element of demand, outlays on consumer durables and residential construction are more cyclical in nature. As is evident in

structure de la demande se modifie. Il semble donc opportun, avant d'évoquer les tendances récentes de la dépense, de la production et de l'emploi, d'examiner certaines caractéristiques de la demande dans un cadre de référence chronologique plus large. Le Graphique II permet de mettre en parallèle le profil de croissance, en volume, des principales composantes cycliques de la demande durant la phase d'expansion en cours et pendant la plus récente qui lui soit comparable, celle du début des années soixante. Bien sûr, des comparaisons de ce genre n'ont qu'une valeur limitée vu que le contexte économique dans lequel ces cycles se déroulent est inévitablement différent. On remarquera, par exemple, que le mouvement d'expansion en cours

Chart II, this cyclical portion of household demand has been an even stronger stimulus to the growth of private outlays during the past two years than during the comparable period of economic recovery in the early 1960s. Rising disposable incomes, reinforced by an expansionary fiscal policy, have provided a strong basic underpinning to household demand, while monetary policy ensured ample funds for consumer credit and mortgage financing. In marked contrast business investment, the other major cyclical element in private domestic spending, showed only a modest rise from earlier levels. Outlays on new plant and equipment moved up during the first year of the expansion but stayed virtually flat during 1972. Furthermore, the accumulation of non-farm inventories ran somewhat below the pace that might have been anticipated in view of the strengthening of final demand.

The sluggishness of business fixed investment last year, notwithstanding the ongoing recovery in corporate profits and the continued improvement in business liquidity, appears to have been attributable in part to work stoppages in the construction industry. However, it is also worth noting that the path of investment in this expansion has borne a close resemblance to that followed in the corresponding stages of the economic upswing that began in the early 1960s. In that earlier period, business investment did not gather any sustained momentum until the third year of the recovery, after several quarters of improved profit performance and rising capacity utilization. Similarly, business investment, both in fixed assets and inventories, has been registering considerable strength in the first months of 1973, the third year of the present economic expansion.

The stimulus forthcoming from the household sector, together with strong growth in direct outlays on goods and services by governments, has been reinforced by growing strength in export demand. As a consequence, total real demand for Canadian output (defined as the sum of domestic demand and exports) rose over the first two years of the expansion at an average annual rate of close to 9 per cent, considerably faster than in the corresponding span of the cyclical upswing in the early 1960s. However, the growth in the volume of imports during the present expansion has been not only much stronger than during the earlier cycle but also considerably faster than the concurrent rise in total demand. As a result, the gains in output registered by the Canadian economy over the two cyclical upswings have so far differed very little.

s'est amorcé à un moment où la conjoncture était moins mauvaise que cela n'avait été le cas au début des années soixante.

Si une bonne partie des dépenses des ménages représentent habituellement une composante relativement stable de la demande au Canada, les dépenses en biens durables et en construction de logements évoluent, elles, de façon plutôt cyclique. Comme on peut le voir au Graphique II, cet élément conjoncturel de la demande des ménages a stimulé la croissance des dépenses du secteur privé encore davantage en 1971 et en 1972 que pendant la période de reprise du début des années soixante. La hausse des revenus disponibles, renforcée par une politique budgétaire expansionniste, a constitué un puissant facteur de soutien de la demande des particuliers, la politique monétaire assurant de son côté un financement facile du crédit à la consommation et des prêts hypothécaires. Par contre, les investissements des entreprises—l'autre grand élément cyclique de la dépense intérieure d'origine privée—n'ont accusé qu'une faible augmentation. Les montants consacrés aux usines et aux biens d'équipement nouveaux ont certes progressé durant la première année d'expansion, mais ont quasiment plafonné en 1972. En outre, le rythme d'accumulation des stocks (compte non tenu du secteur agricole) a été quelque peu inférieur à celui que laissait escompter le raffermissement de la demande finale.

La stagnation des investissements fixes des entreprises l'an dernier, malgré l'amélioration de leurs bénéfices et de leur situation de trésorerie, semble pouvoir être attribuée en partie aux arrêts de travail dans le secteur de la construction. Il convient toutefois de remarquer que l'évolution des investissements, dans la phase d'expansion actuelle, ressemble fort à celle qui avait été observée au cours des étapes correspondantes de la reprise amorcée au début des années soixante. À cette époque, la hausse des investissements des entreprises ne s'était vraiment affirmée qu'à la troisième année de la reprise, soit après plusieurs trimestres d'accroissement des bénéfices et de progression du taux d'utilisation de la capacité de production. De même, les investissements des entreprises, en biens fixes et en stocks, affichent une bien meilleure tenue depuis les premiers mois de 1973, troisième année de l'expansion économique en cours.

L'effet stimulant de la dépense des ménages, conjugué à la forte croissance des dépenses publiques directes en biens et en services, a encore été renforcé par le raffermissement de la demande à l'exportation. Il s'en est suivi que la demande globale à prix constants de biens et de services canadiens (définie comme la somme de la demande intérieure et des exportations) a augmenté

In part, the stronger increases in both export and import volumes in the recent recovery appear to be a by-product of the important changes that have taken place in the structure of Canada's commodity trade over the past decade, and in particular the rapid expansion in two-way trade with the United States in automotive products under the terms of the Canada-U.S. automotive agreement of 1965. However, aside from these changes, a factor that has contributed to the stronger growth of imports relative to total demand in the more recent period has been the exchange rate. There was a devaluation of the Canadian dollar in 1961-62 and an appreciation followed the move to a floating rate in mid-1970.

Turning to a closer look at developments over the most recent quarters, external demand has become a more favourable element in the economic expansion than it was in 1971. Canadian exports rose more rapidly during the first half of 1972, benefiting from the vigorous advance in the U.S. economy and some strengthening of activity in the other major industrial countries. However, through the balance of the year the underlying response of Canadian exports to external demand was largely obscured by the effect of strike disruptions and their aftermath on both production and seaborne trade. In the third quarter such disruptions resulted in a sharp curtailment of exports, notwithstanding the continued rapid expansion of the U.S. economy and a generally accelerating advance in economic activity overseas. This was followed by a sharp rebound in exports in the final months of the year, with the temporary concentration of shipments held over from earlier months reinforcing the strong support coming from buoyant external demand.

With the post-strike catch-up essentially worked through by the end of 1972, the rise in exports in the first months of 1973 has been well below the pace registered for the final quarter of last year. Nonetheless, the gains have been substantial, with the value of shipments in April-May running 9 per cent higher than in the fourth quarter and 23 per cent above the levels of a year earlier. While much of the recent gain has reflected higher prices for Canadian exports, the increase in the volume of shipments over the past year has been substantial, reflecting buoyant demand in major industrial countries as well as the particularly strong market for Canada's wheat.

In addition to the sustained strength of foreign demand, the indicators available point to continued, and even intensified, vigour in outlays by Canadian households, particularly in the first quarter of this year.

à un taux moyen proche de 9% par an en 1971 et en 1972, donc bien supérieur à celui qui avait été enregistré au cours de la phase correspondante de la période de référence. Cependant, le rythme de progression de la demande réelle de biens importés, pour la période d'expansion en cours, a été non seulement très supérieur à celui du début des années soixante mais également beaucoup plus rapide que le taux d'augmentation de la demande globale actuelle. Aussi les gains de productivité enregistrés par l'économie canadienne au cours des deux périodes de redressement cyclique ont-ils été très semblables jusqu'ici.

Cette rapidité accrue de la hausse des exportations et des importations, à prix constants, au cours de la récente poussée cyclique semble être partiellement imputable aux importantes modifications qu'a subies au cours de la dernière décennie la structure du commerce de marchandises du Canada, en particulier à la vive expansion des échanges de produits de l'industrie automobile avec les États-Unis en vertu de l'accord de 1965. Outre ces transformations, l'évolution du taux de change a également contribué à l'accélération des importations par rapport à la demande globale au cours de la récente reprise : alors que le dollar canadien avait accusé une baisse en 1961-1962, il a marqué une hausse après sa mise en flottage vers le milieu de 1970.

Un examen plus approfondi de l'évolution au cours des quelques derniers trimestres fait ressortir que la demande extérieure a plus favorisé l'expansion économique pendant cette période qu'en 1971. Pendant le premier semestre de 1972, la progression des exportations canadiennes s'est accélérée à la faveur du grand essor de l'économie américaine et d'un renforcement de l'activité dans les autres grands pays industrialisés. Au semestre suivant, toutefois, les grèves ainsi que leurs effets perturbateurs sur la production et sur le commerce par voie maritime ont en grande partie masqué la réaction normale des exportations canadiennes à l'évolution de la demande extérieure. Ainsi, au troisième trimestre, ces perturbations se sont traduites par une vive réduction des exportations, en dépit de la persistance d'une forte expansion aux États-Unis et de l'accélération de l'activité économique dans la plupart des pays d'outre-mer. Par la suite, durant les derniers mois de l'année, les exportations se sont nettement redressées sous l'effet conjugué d'une concentration des expéditions qui auraient normalement dû avoir lieu les mois précédents et d'une bonne orientation de la demande extérieure.

Le rattrapage consécutif aux grèves étant quasiment achevé vers la fin de 1972, l'augmentation des exportations a été bien inférieure au cours des pre-



A major element in the surge in consumer spending has been the boom in car sales since late 1972 (see Chart III). Although sales appear to have peaked in March, at an annual rate of more than 1.1 million units, they continued to run at a high level well into the second quarter of this year. This upsurge in automobile demand, which Canada has been experiencing concurrently with the United States, has been apparent in sales of both North American and overseas models. Sales of the latter undoubtedly were spurred recently by buying in anticipation of price adjustments to reflect the changes in relative currency values that have occurred since last February. In addition, April sales probably reflect an important element of advance buying of both North American and overseas models to beat the increase in the Ontario sales tax, announced early in that month but effective 1 May.

While the extraordinary strength of passenger car demand has been the most dramatic element in consumer outlays in recent months, unusually large gains have also been recorded in retail sales other than those of motor vehicle dealers. Even though the sharper rise in prices at the consumer level this year accounts for some of the growth in retail sales, there was still an appreciable acceleration in volume terms. The current dollar value of such sales increased at a seasonally adjusted annual rate of about 18 per cent in the first quarter of the year, while the corresponding increase in the Consumer Price Index was slightly more than 8 per cent. The rise in sales was spread fairly evenly over most major categories, though particularly striking gains were registered for household durables; purchases from furniture and appliance stores increased at an annual rate of 40 per cent in the first quarter and continued to be extremely strong in April.

Indeed, home furnishings and appliances have been a major area of strength in consumer expenditure for some time, as might be expected in view of the surge in new residential construction that has been a prominent feature of the economic upturn since late 1970. Housing starts reached a record level of about 260,000 units at annual rates in the first half of 1972. In the second half, they underwent a sizeable decline and were running at a rate of just over 210,000 units by the end of the year. As a result, residential construction outlays, which lag starts by a few months, recorded a slight dip in the first quarter of this year. However, starts rebounded sharply in the early months of 1973, coming close to the rates experienced a year earlier and pointing to a higher volume of residential construction activity this summer. Despite strongly increasing

miers mois de 1973 à celle qui s'était produite au dernier trimestre de l'an passé. Le progrès a néanmoins été sensible, les expéditions à prix courants de la période avril-mai dépassant de 9% celles du dernier trimestre de 1972 et de 23% les niveaux atteints un an plus tôt. Si la progression récente traduit en grande partie le renchérissement des exportations canadiennes, le volume des expéditions s'est lui aussi nettement accru au cours de l'année écoulée grâce à la vivacité de la demande dans les principaux pays industrialisés ainsi qu'à la particulière fermeté du marché du blé canadien.

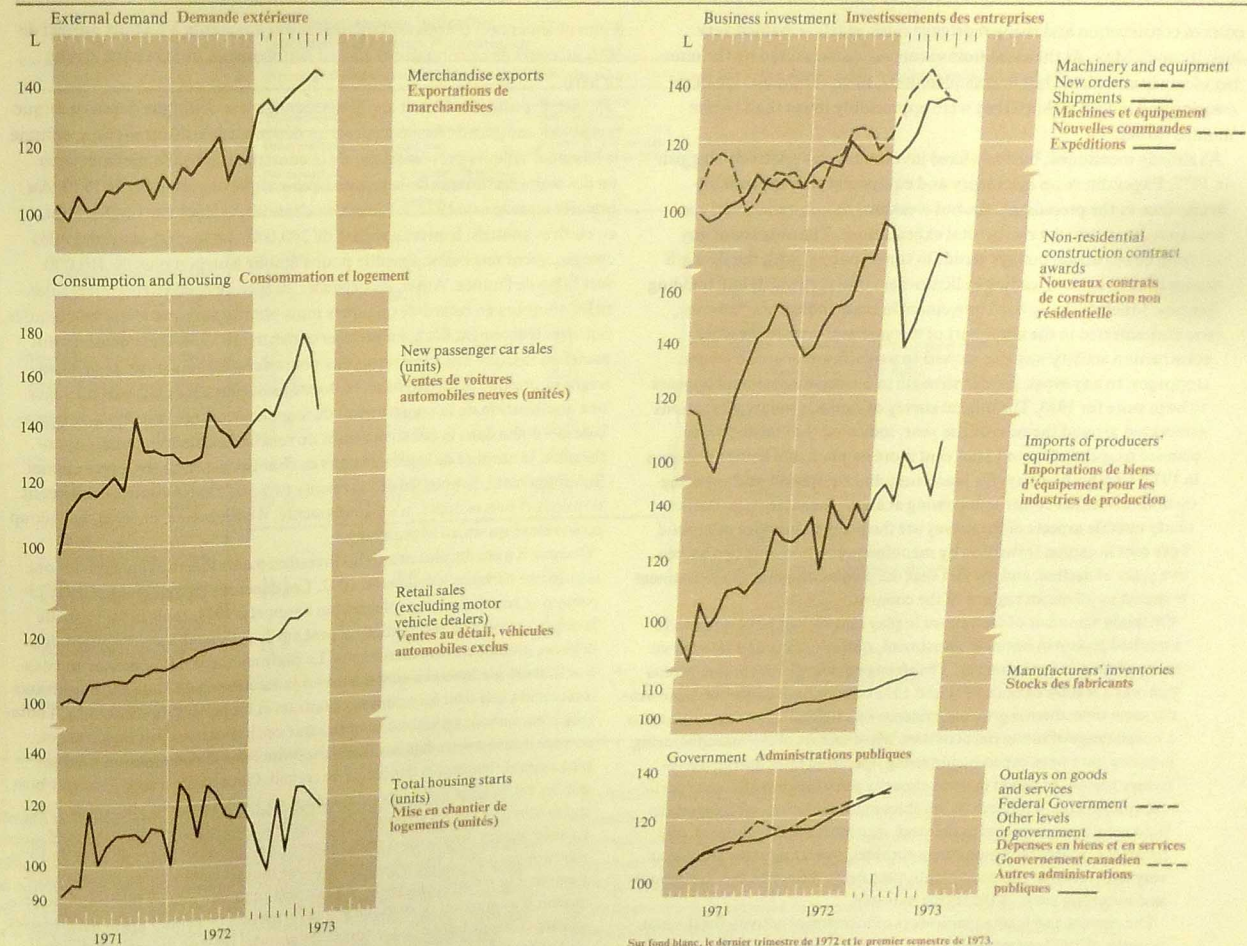
Outre la vigueur persistante de la demande étrangère, les indicateurs dont on dispose signalent un maintien, voire une accélération, du rythme des dépenses effectuées par les ménages canadiens, surtout au premier trimestre de l'année en cours.

Un facteur important de la hausse des dépenses de consommation a été l'essor des ventes d'automobiles depuis les derniers mois de 1972 (voir Graphique III). Encore qu'elles semblent avoir atteint un sommet en mars où, exprimées en chiffres annuels, elles ont dépassé 1.1 million de véhicules, elles se sont maintenues à un niveau élevé pendant une bonne partie du second trimestre de cette année. Cette expansion de la demande d'automobiles, commune au Canada et aux États-Unis, a touché aussi bien les voitures nord-américaines que les modèles d'outre-mer. Les ventes de ces derniers ont sans aucun doute bénéficié récemment d'achats effectués en vue de devancer les majorations de prix que laissent prévoir les modifications de parités survenues depuis février dernier. En outre, les chiffres de vente d'avril révéleront probablement un important volume d'achats anticipés de voitures de toutes origines, réalisés dans le but d'éviter l'augmentation de la taxe de vente de l'Ontario, rendue publique au début de ce mois mais entrée en vigueur le 1<sup>er</sup> mai.

Si la demande d'automobiles a été, par son extraordinaire vigueur, la composante des dépenses de consommation qui a le plus attiré l'attention au cours des derniers mois, les ventes au détail, abstraction faite des véhicules automobiles, ont également marqué des progrès exceptionnels. L'accroissement du chiffre des ventes au détail n'est pas uniquement attribuable à l'accélération de la hausse des prix à la consommation, car elles ont aussi nettement augmenté en volume. Au premier trimestre de l'année, ces ventes, exprimées en dollars courants, ont progressé à un taux annuel désaisonnalisé d'environ 18% tandis que l'indice des prix à la consommation montait d'un peu plus de 8%. Cet essor des ventes a touché de façon assez égale la plupart des grandes catégories de produits mais a été particulièrement remarquable dans le cas des biens ménagers durables; ainsi, les ventes dans les magasins

Chart III Selected indicators of demand  
Graphique III Quelques indicateurs de la demande

Seasonally adjusted indexes, 2nd half 1970 = 100, derived from current dollar data unless otherwise indicated  
Indices désaisonnalisés (2<sup>e</sup> semestre de 1970 = 100) établis, sauf indication contraire, à partir de données exprimées en dollars courants



Fourth quarter of 1972 and first half of 1973 are represented by white areas.

Sur fond blanc, le dernier trimestre de 1972 et le premier semestre de 1973.

costs of construction and rising mortgage rates, starts remained very high through May. At the same time vacancies, as measured by the number of newly completed but unoccupied units, have shown no sign of increasing and indeed in April they were appreciably lower than twelve months earlier.

As already mentioned, business fixed investment was relatively sluggish in 1972. Expenditure on machinery and equipment was appreciably firmer than in the preceding year, but weakness in non-residential construction dampened the rise in total expenditures. The absence of any lift from construction outlays stands in some contrast with the strength shown in 1972 by such leading indicators as contract awards and building permits. Much of the upward movement in these indicators, however, was concentrated in the latter part of the year and, as noted earlier, construction activity was also slowed to a significant degree by work stoppages. In any event, greater strength in business investment appears to be in store for 1973. The official survey of capital spending intentions conducted around the turn of the year, indicated that businessmen planned to spend close to 13 per cent more on plant and equipment than in 1972, with both outlays for machinery and equipment and spending on non-residential construction rising at about the same pace. Particularly notable aspects of the survey are the planned increase of around 9 per cent in capital formation by manufacturers following two successive years of decline, and the fact that the greater buoyancy in investment is shared by all major regions of the country.

Certainly a number of factors are in play that should be conducive to a marked pickup in business investment, quite possibly at a rate above that anticipated by the survey. The strong recovery in corporate profits that was a feature of both 1971 and 1972 has continued into this year. At the same time, there is growing evidence of a tightening of capacity across a broad range of industrial activities. Most sectors of the manufacturing industry have been experiencing rising operating rates during the recovery period. In recent months capacity pressures have become particularly apparent in the area of durables manufacturing, with especially tight conditions reported in the steel, transportation equipment, and furniture industries. Among non-durables, operating rates are also at very high levels at chemical plants, petroleum refineries, newsprint mills and in certain parts of the textile industry.

The current and leading indicators of investment activity for the first months of 1973 presented in Chart III give a clear impression of major

d'ameublements et d'appareils ménagers ont augmenté à un taux annuel de 40% au cours de ce trimestre et se sont maintenues à un très haut niveau en avril.

En fait, le poste meubles et appareils ménagers se distingue depuis quelque temps par une grande fermeté parmi les dépenses de consommation, comme le laissait d'ailleurs prévoir l'essor de la construction résidentielle devenu un des traits dominants de la reprise économique depuis la fin de 1970. Au premier semestre de 1972, les mises en chantier de logements ont atteint, en chiffres annuels, le niveau record de 260,000. Au second semestre, elles enregistraient une baisse sensible pour s'établir à un peu plus de 210,000 vers la fin de l'année. Aussi, les dépenses au titre de la construction résidentielle, toujours en retard de quelques mois par rapport aux mises en chantier, ont-elles légèrement fléchi au premier trimestre de 1973. Ces dernières ont toutefois marqué une forte reprise au cours des premiers mois de 1973, atteignant presque le niveau observé douze mois plus tôt et laissant présager une accélération de la construction de logements cet été. En dépit de l'escalade des coûts dans la construction et du renchérissement du crédit hypothécaire, le nombre de logements mis en chantier est resté très élevé en mai. Simultanément, le nombre de logements vacants, c'est-à-dire nouvellement terminés et non occupés, n'a pas augmenté; il était même, en avril, beaucoup moins élevé qu'un an auparavant.

Comme il a été dit plus avant, les investissements fixes des entreprises ont accusé une certaine lourdeur en 1972. Les dépenses en machines et en équipement se sont nettement relevées par rapport à 1971, mais la faiblesse de la construction non résidentielle a pesé sur le rythme d'accroissement de la dépense globale en investissements. Le plafonnement des dépenses en construction est quelque peu surprenant vu la fermeté en 1972 de ces importants indicateurs que sont les nouveaux contrats et les permis de construire. Toutefois, c'est surtout au second semestre que ces indicateurs ont progressé et, comme nous l'avons déjà souligné, l'activité dans la construction a aussi pâti assez sérieusement des arrêts de travail. Quoi qu'il en soit, il semble bien que les entreprises investiront davantage en 1973. Il ressort en effet de l'enquête officielle sur les intentions d'investissement effectuée vers la fin de l'année que les dirigeants d'entreprises projettent d'accroître de près de 13% par rapport à 1972, leurs immobilisations tant en usines qu'en biens d'équipement. On retiendra en particulier de cette enquête que les fabricants se proposent d'augmenter de quelque 9% la formation de capital après deux années consécutives de baisse et que toutes les grandes régions du pays participent à la reprise des investissements.

### Selected economic indicators Quelques indicateurs économiques

Percentage change at annual rates based on seasonally adjusted data Variation en % et en taux annuel, calculée à partir de données désaisonnalisées

	Latest three months Trois derniers mois		Same period 1972 from year earlier Même période pour 1972 par rapport à la période correspondante de 1971	
	From previous quarter Par rapport au trimestre précédent	From year earlier Par rapport à la période correspondante de l'année précédente		
<b>GNE AGGREGATES</b>				
Gross national expenditure	12.0	8.1	6.5	
Personal expenditures (durables)	12.6 (53.1)	9.2 (22.3)	8.2 (18.7)	
Residential construction	-14.1	2.2	11.9	
Government expenditures on goods and services	5.9	6.8	4.9	
Non-residential fixed investment (Machinery and equipment)	23.8 (25.5)	4.3 (6.6)	6.9 (12.7)	
(Non-residential construction)	(21.5)	(1.4)	(0.1)	
Final domestic demand	11.2	7.8	7.5	
Exports of goods and services (Goods)	14.0 (15.2)	17.8 (19.6)	2.5 (5.2)	
Total demand	14.9	10.1	7.8	
Imports of goods and services (Goods)	25.3 (28.4)	17.8 (20.4)	13.2 (17.1)	
<b>OTHER INDICATORS</b>				
Non-farm real GDP (March)	13.1	9.0	6.5	
Industrial production (March)	11.0	9.2	7.8	
Civilian labour force (May)	6.8	4.6	3.5	
Total employment (May)	10.8	5.4	3.9	
Non-farm employment (May)	11.0	5.6	4.6	
<b>COMPOSANTES DE LA D.N.B.</b>				
Dépense nationale brute				
Dépenses des ménages (dont : en biens durables)				
Construction de logements				
Dépenses publiques en biens et en services				
Investissements fixes des entreprises, logements exclus (dont : en machines et en équipement)				
(dont : en construction non résidentielle)				
Demande intérieure finale				
Exportations de biens et de services (dont : de biens)				
Demande globale				
Importations de biens et de services (dont : de biens)				
<b>AUTRES INDICATEURS</b>				
Produit intérieur brut réel, agriculture exclue (mars)				
Production industrielle (mars)				
Population active civile (mai)				
Emploi (mai)				
Emploi, agriculture exclue (mai)				

Note: GNE aggregates at constant (1961) prices, latest data 1Q 1973; other indicators three months ending with the month shown in brackets.

Note: Les composantes de la D.N.B. sont exprimées en dollars de 1961; les données les plus récentes sont celles du 1<sup>er</sup> trimestre de 1973. En ce qui concerne les autres indicateurs, les périodes de trois mois se terminent avec le mois indiqué entre parenthèses.

strength in investment, a picture confirmed by the preliminary national account estimates for the first quarter that were released in early June. In that quarter, the value of business fixed investment (excluding residential construction) is estimated to have risen by 7 per cent compared with only 6½ per cent for 1972 as a whole. The tempo of investment in non-farm inventories also picked up very sharply in the first quarter from the relatively slow pace registered earlier, with the bulk of the gain at the wholesale and manufacturing levels.

Il y a incontestablement un certain nombre de facteurs à l'œuvre qui devraient favoriser une sensible relance des investissements des entreprises, peut-être bien supérieure à celle que laisse prévoir l'enquête. Le net rétablissement des marges bénéficiaires des sociétés, caractéristique des années 1971 et 1972, s'est poursuivi cette année. Il est également de plus en plus évident qu'on approche de la capacité maximale de production dans de nombreux secteurs industriels. La plupart des branches de l'industrie manufacturière voient leur niveau d'activité progresser depuis le début de la reprise. La

Direct outlays by all levels of government on goods and services have continued to be an important element of strength in the expansion of demand. Further stimulation has been provided by cuts in direct taxes and increases in transfer payments reflecting enhanced benefits for pensioners and other measures.

The strong expansion of over-all demand since the latter part of 1972 has generated a vigorous response from imports as well as domestic output. While import growth in the final months of 1972 was undoubtedly exaggerated somewhat by the effects of post-strike catch-ups, the continued sharp gains in the early months of 1973 are another indication of the momentum of the economy; indeed, the rise in imports has outpaced that of total demand by a wide margin. Over the year ending with the first quarter of 1973, imports of goods and services in volume terms rose 18 per cent against a rise of 10 per cent in the volume of demand.

The rise in domestic output has also been very striking. Over the eight months from September 1972 to April 1973, non-farm real domestic product increased at an annual rate of over 12 per cent, and for the three months ended April was running 9 per cent higher than one year earlier. A major component of this over-all measure, the index of industrial production, showed a similarly strong increase over the past year, with particularly large gains in manufacturing. In line with the pattern of very strong growth in expenditures on consumer durables and machinery and equipment outlays, the rise in output in the durable manufacturing sector has been particularly impressive (see Chart IV).

The easing off in the growth of production last summer had been accompanied by a general slowing in the pace of job creation, and an attendant adverse turn in the unemployment rate as the labour force continued to expand relatively strongly. In parallel fashion, the surge in output since the fall of 1972 has resulted in unusually large additions to the number of persons at work, and a marked reduction in unemployment. The faster rise in employment in the closing months of 1972 was broadly matched by the rise in the number of persons participating in the labour force, and unemployment remained very high in the fourth quarter, averaging 6½ per cent on a seasonally adjusted basis. However, during the first quarter of 1973 the pace of employment growth accelerated dramatically, and notwithstanding a concurrent further upturn in labour force participation, the rate of unemployment fell sharply to reach a seasonally adjusted rate of 5½ per cent in March. During the second quarter, the rise in employment slackened off from the extra-

pression s'est faite particulièrement vive, ces derniers mois, dans la fabrication de biens durables, notamment dans les secteurs de la sidérurgie, du matériel de transport et de l'ameublement, où l'on tourne presque à pleine capacité. Dans le domaine des biens non durables, les usines de produits chimiques, les raffineries de pétrole, les usines de papier journal et certains secteurs de l'industrie textile ont également un niveau très élevé d'activité.

Les importants indicateurs présentés au Graphique III ne laissent aucun doute sur la très grande vigueur des investissements pendant les premiers mois de 1973, que confirment d'ailleurs les estimations préliminaires des comptes nationaux du premier trimestre, publiées début juin. Selon ces statistiques, les investissements fixes des entreprises (construction résidentielle exclue) se seraient accrus de 7% au cours de ce trimestre, contre 6½% pour l'ensemble de 1972. De même, le rythme d'accroissement des stocks, secteur agricole exclu, après avoir fait montre d'une lenteur relative, s'est vivement accéléré, surtout chez les grossistes et les fabricants.

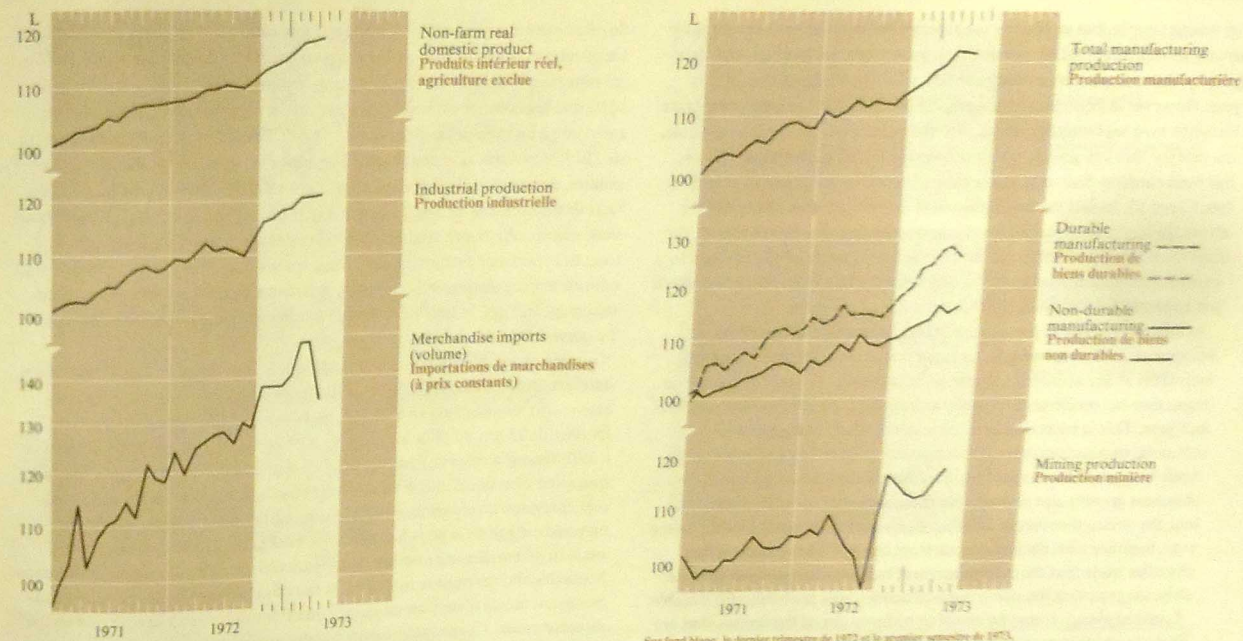
Les dépenses directes en biens et en services des différents niveaux de gouvernement ont de nouveau apporté une forte contribution à l'expansion de la demande. Celle-ci a été stimulée en outre par un certain nombre de mesures comprenant entre autres des allègements d'impôts directs et des augmentations de paiements de transfert consécutives à une majoration des prestations versées aux retraités.

La forte poussée de la demande globale amorcée au cours des derniers mois de 1972 a eu une incidence prononcée tant sur les importations que sur la production intérieure. Si la croissance des importations au cours des derniers mois de 1972 a sans aucun doute été quelque peu amplifiée par la reprise consécutive aux grèves, la continuation de leur vive avance pendant les premiers mois de 1973 constitue un indice supplémentaire de l'élan acquis par l'économie; en effet, l'augmentation des importations a surpassé de beaucoup celle de la demande globale. Ainsi, au cours des douze mois terminés à la fin du premier trimestre de 1973, les importations de biens et de services se sont accrues à prix constants de 18%, tandis que la demande réelle ne progressait que de 10%.

La production intérieure a également enregistré une hausse saisissante. Au cours de la période de huit mois allant de septembre 1972 à avril 1973, le produit intérieur réel, agriculture exclue, a augmenté à un taux annuel de plus de 12%; pour le trimestre terminé fin avril, il a excédé de 9% son niveau de la période correspondante de l'année antérieure. Une des principales composantes de ce baromètre de l'économie, l'indice de la production industrielle, a affiché une hausse tout aussi rapide depuis une année, le progrès

Chart IV Major supply indicators  
Graphique IV Principaux indicateurs de l'offre

Seasonally adjusted, 2nd half 1970 = 100 Données désaisonnalisées, 2<sup>e</sup> semestre de 1970 = 100



Fourth quarter of 1972 and first half of 1973 are represented by white areas.

Sur fond blanc, le dernier trimestre de 1972 et le premier semestre de 1973.

ordinarily rapid growth of the earlier few months, but the expansion in the labour force also slowed sharply, and the unemployment rate recorded a further decline - to 5.2 per cent in May.

As is illustrated in Chart V, the more rapid growth of employment in recent months has been shared by all three major categories in the labour force - young persons aged 14-24, and men and women aged 25 years and over. In each instance, also, the pace at which jobs have been taken and over. In each instance, also, the pace at which jobs have been taken and over. In each instance, also, the pace at which jobs have been taken and over. In terms of percentage points, the largest decline from the September 1972 peak in unemployment has been

étant particulièrement sensible en ce qui concerne l'industrie manufacturière. Parallèlement à la très forte croissance des dépenses en biens de consommation durables, en machines et en biens d'équipement, l'expansion a été particulièrement impressionnante dans le secteur de la fabrication de biens durables (voir Graphique IV).

La décélération de la production l'été dernier était allée de pair avec un ralentissement général de la création d'emplois et, la population active continuant d'augmenter assez rapidement, avec une tendance défavorable du chômage. Inversement, l'expansion de la production depuis l'automne de 1972 s'est traduite par une augmentation exceptionnellement forte du nombre

for young people, but in proportional terms the decline has been equally strong among adult males, the unemployment rate for both groups dropping by about a quarter between the fall of 1972 and the spring of this year. However in contrast to the early 1960s when the unemployment rate for adult men was roughly identical to that of the labour force as a whole, the rate for this key group, which accounts for half of the labour force, has been running distinctly lower than the total in more recent years (see Chart V). In fact the unemployment rate for adult males is not far above the low point reached for this group during the mid-1960s. At the same time, the job vacancy survey for the first quarter of 1973 points to a continuation of the pattern of a substantially higher number of unfilled job openings evident since the third quarter of last year.

As this article goes to press in early July the statistical record on developments in the second quarter is far from complete. Such monthly indicators as are available suggest on balance that the rate of economic expansion has moderated from the extraordinary pace over the previous half year. This is most clearly evident in the recent movement of the industrial production index. Passenger car production and sales in the April-May period averaged less than during the first quarter, and employment growth also slowed over these same two months. Nevertheless, the strong recovery in housing starts during the early months of the year, together with the indications from the April-May data on merchandise trade that the current account balance strengthened considerably, suggests that the rise in over-all activity was probably still sizeable. Looking ahead, it may be useful to review some of the factors that are likely to be important in shaping demand in the coming quarters.

Cyclical conditions abroad may well be less strongly favourable to the rapid expansion of Canadian exports than they have been over the past year and a half while a further element of uncertainty is added by the unsettled state of the international monetary system. Nonetheless the immediate prospects for exports still appear quite favourable. Although concern over inflationary pressures has recently led to a tightening of demand policies in a number of major overseas industrial countries, the immediate outlook is for further strong economic advance. A sustained expansion in these major overseas markets would provide an important offset to any slackening of the pace of economic activity in the United States, where some slowdown appears inevitable as the economy pushes closer to capacity levels of operation. The important question is whether

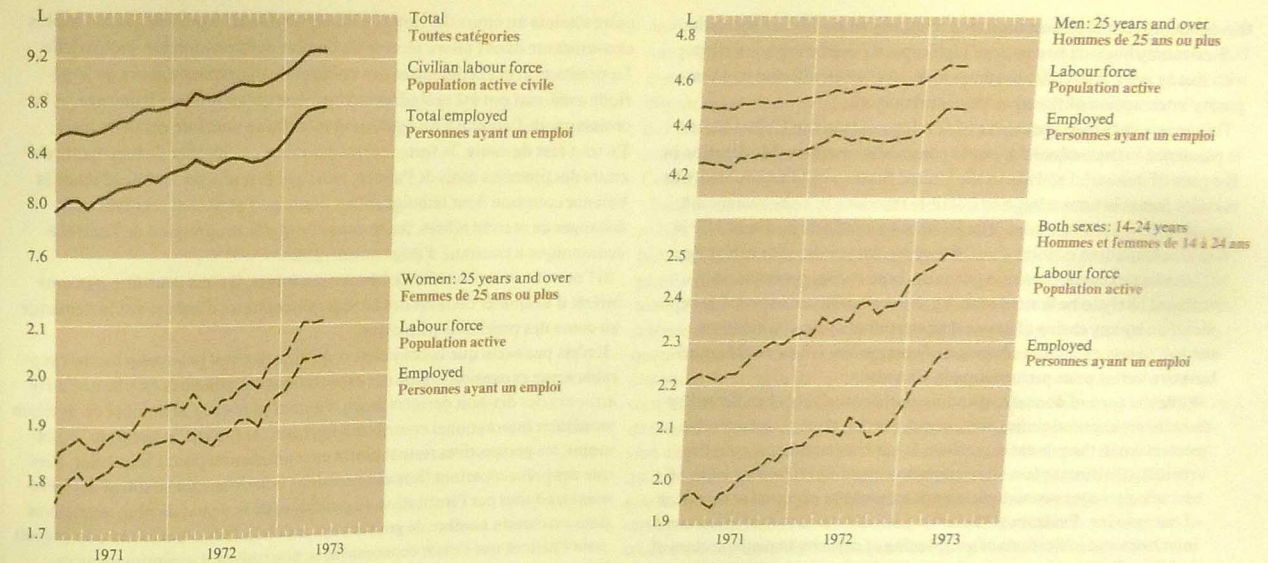
de personnes ayant un emploi, donc par une réduction sensible du chômage. La progression plus rapide de l'emploi au cours des derniers mois de 1972 a été plus ou moins équivalente à l'accroissement de la population active, de sorte que le chômage est resté très élevé au dernier trimestre, se situant en moyenne à un taux désaisonnalisé de 6¾%. Toutefois, au premier trimestre de 1973, le rythme de croissance de l'emploi s'est accéléré de façon spectaculaire, de sorte que le chômage a fortement fléchi, s'établissant en mars au taux désaisonnalisé de 5½%, tandis que le taux d'activité marquait une nouvelle avance. Au cours du deuxième trimestre, l'emploi n'a pu conserver le taux de croissance extraordinairement rapide des quelques mois précédents; comme la progression de la population active a également accusé un ralentissement très net, le taux de chômage a enregistré une nouvelle baisse qui l'a porté à 5½% en mai.

Comme on peut le constater au Graphique V, l'accélération de l'emploi ces derniers mois a intéressé les trois principales catégories de la population active, soit les jeunes de 14 à 24 ans, les hommes de 25 ans ou plus et les femmes de 25 ans ou plus. Le rythme de progression de la population active a été inférieur à celui de l'emploi pour chacune de ces catégories, ce qui fait que, pour chacune d'elle, le taux de chômage a fléchi. Par rapport au sommet enregistré en septembre 1972, la diminution du chômage, exprimée en pourcentage de la population active, a été la plus forte chez les jeunes, mais en proportion du nombre de sans-travail, elle a été du même ordre dans le cas des adultes du sexe masculin, le taux de chômage pour ces deux groupes ayant reculé d'environ un quart entre l'automne de 1972 et le printemps de cette année. Cependant, si au début des années soixante le taux de chômage des hommes adultes était pour ainsi dire identique à celui de l'ensemble de la population active, ces dernières années au contraire, le taux de chômage de ce groupe clé, qui comprend la moitié de la population active, est demeuré nettement inférieur au taux global (voir Graphique V). De fait, le taux de chômage des hommes adultes dépasse à peine son creux du milieu des années soixante. En outre, le relevé des emplois vacants pour le premier trimestre de 1973 laisse croire que l'augmentation sensible du nombre d'offres d'emploi non satisfaites observée depuis le troisième trimestre de l'an dernier demeurera la norme.

À la mise sous presse de cet article, début juillet, les données statistiques sur l'évolution au deuxième trimestre sont loin d'être complètes. Les indicateurs mensuels disponibles donnent à penser que dans l'ensemble le rythme de l'expansion économique s'est modéré par rapport à la cadence extraordi-

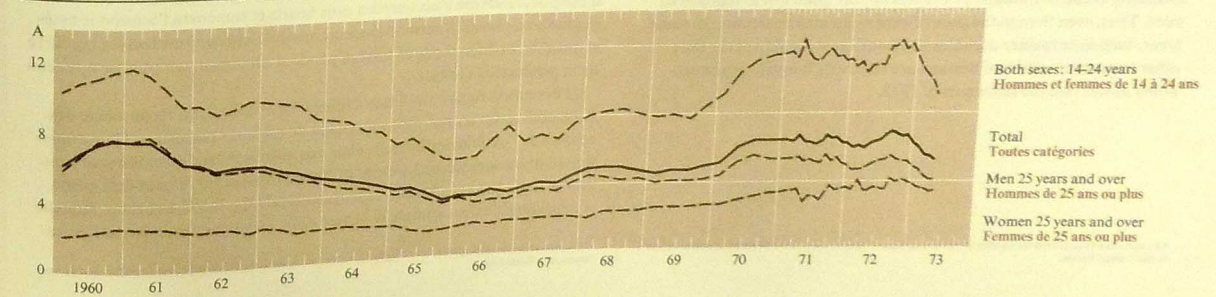
Chart V Recent labour force and employment developments  
Graphique V Évolution récente de la population active et de l'emploi

Millions of persons, seasonally adjusted En millions de personnes, données désaisonnalisées



Trends in unemployment rates  
Évolution du taux de chômage

Per cent of labour force, seasonally adjusted En % de la population active, données désaisonnalisées



this deceleration will be accomplished relatively smoothly, bringing the U.S. economy back on to a path of high capacity operation consistent with steady growth over the longer run, or whether it will lead to a temporary interruption of the advance of real output.

This uncertainty over the course of developments in the United States is paralleled in the outlook for world commodity markets. Moderation in the pace of industrial activity in the United States would undoubtedly be a major factor in tempering, and possibly reversing in some instances\*, the steep rise in raw material prices that has played an important role in boosting Canadian export values. However, for some major categories of Canadian exports, notably agricultural and energy products, shipments are likely to be limited more by the availability of exportable supplies than by any easing of demand as a result of cyclical conditions abroad. In any event, a moderation of commodity prices would contribute to a better price performance in Canada.

While the pace of domestic spending could conceivably be affected by these external uncertainties, indications are that there is considerable momentum in the present expansion. It has been noted earlier in this article that business plant and equipment spending is showing signs of becoming a major sustaining element, as might be expected at this stage of the upswing. Evidence to this effect includes the survey of investment intentions and indications of a tightening of capacity in major sectors of industry. Furthermore, recent legislative developments affecting the tax position of manufacturing and processing industries should serve to consolidate plans for expansion in this major sector of the economy. Further rebuilding of inventories could also take place in the period immediately ahead as business stocks still appear quite low in relation to sales. Thus, even though the pace of expansion may be slowing in some areas, such as consumer durables and housing, it would appear that other important sectors of demand are relatively buoyant as the economy moves into the latter part of 1973.

\*As has already occurred for lumber prices in response to the slowing down of housing construction in the United States.

naire atteinte au cours du semestre antérieur. On en trouve la preuve la plus convaincante dans l'allure récente de l'indice de la production industrielle. La production et l'écoulement des voitures de tourisme au cours de la période avril-mai ont été moindres en moyenne qu'au premier trimestre, et la croissance de l'emploi s'est également ralentie au cours de ces deux mois. En tout état de cause, la forte reprise des mises en chantier de logements au cours des premiers mois de l'année, ainsi que le renforcement notable de la balance courante dont témoignent les données d'avril-mai relatives aux échanges de marchandises, laisse entendre que la progression de l'activité économique a continué d'être considérable.

Si l'on veut avoir une idée de l'évolution future, il n'est peut-être pas sans intérêt d'examiner certains des facteurs susceptibles d'influer sur la demande au cours des prochains trimestres.

Il n'est pas exclu que la conjoncture à l'étranger soit beaucoup moins favorable à une expansion rapide des exportations canadiennes qu'elle ne l'a été au cours des dix-huit derniers mois, d'autant plus que l'instabilité du système monétaire international contribue à aggraver le climat d'incertitude. Néanmoins, les perspectives restent plutôt encourageantes pour l'immédiat. Bien que des préoccupations liées aux pressions inflationnistes se soient dernièrement traduites par l'institution de politiques de la demande plus restrictives dans un certain nombre de grands pays industrialisés d'outre-mer, on prévoit pour l'instant que l'essor économique se poursuivra. La continuation de l'expansion dans ces grands pays devrait dans une large mesure compenser toute réduction éventuelle du rythme de l'activité économique aux États-Unis, où un certain ralentissement semble inévitable à mesure que l'appareil productif approche de sa capacité maximale. La grande question est de savoir si cette décélération s'accomplira sans heurts et ramènera l'économie américaine à un niveau d'activité élevé compatible avec une croissance régulière et durable, ou bien si elle entravera pendant un certain temps la progression de la production réelle.

Si l'évolution future aux États-Unis est incertaine, il en est de même des perspectives sur les marchés mondiaux de matières premières. Un ralentissement de l'activité industrielle chez nos voisins du sud contribuerait sans aucun doute largement à freiner et, dans certains cas\*, à peut-être même renverser la forte tendance à la hausse du prix des matières brutes, laquelle a considérablement stimulé la progression, en valeur, des exportations ca-

\*Comme cela s'est déjà produit pour le bois d'œuvre, par suite du ralentissement de la construction de logements aux États-Unis.

nadiennes. Toutefois, en ce qui a trait à certaines catégories importantes de nos produits d'exportation, aux produits agricoles et énergétiques notamment, toute limitation éventuelle des expéditions dépendra bien plus de la disponibilité de ces produits que d'une modération de la demande résultant de l'évolution cyclique à l'étranger. En tout état de cause, un freinage du prix des matières premières favoriserait à une meilleure tenue des prix au Canada.

Il n'est pas exclu que ces incertitudes de la conjoncture à l'étranger influent sur le rythme de la demande intérieure, mais tout porte à croire que l'expansion actuelle fait preuve d'une vigueur considérable. Nous avons déjà mentionné que les investissements des entreprises en usines et en matériel semblaient s'affirmer comme un important élément de soutien de la demande intérieure, ainsi qu'on pouvait le prévoir à cette étape de la reprise. L'enquête sur les intentions d'investissement des entreprises et les signes de rétrécissement de la capacité inutilisée dans d'importants secteurs industriels en sont la preuve. En outre, les récentes mesures fiscales concernant les industries de fabrication et de transformation devraient encourager les projets d'expansion dans ce secteur capital de l'économie. Quant aux stocks, il se pourrait qu'ils soient reconstitués au-delà de leur niveau actuel, vu qu'ils semblent être encore peu élevés par rapport aux ventes. Par conséquent, même si certaines composantes de la demande, telles que les dépenses en biens de consommation durables et en logements, progressent à un rythme peut-être moins rapide, d'autres éléments importants de la demande semblent faire preuve d'une certaine fermeté au seuil du second semestre de 1973.

---

## Record of press releases

---

## Communiqués reproduits à titre documentaire

---

*Major press statements issued by the Bank of Canada and selected other official releases of related interest are published below.*

---

*On trouvera sous cette rubrique certains communiqués importants publiés par la Banque du Canada ou par d'autres organismes officiels.*

### Bank of Canada 10 July 1973.

The Bank of Canada is a participant in the large increase announced today in the total of the reciprocal currency arrangements between the U.S. Federal Reserve System and the central banks of a number of other major trading countries. The swap facility between the Federal Reserve and the Bank of Canada has been increased from \$1,000 million to \$2,000 million.

An increase in the existing swap facilities was envisaged in the communiqué issued in Paris on 16 March 1973 by the Ministers and Central Bank Governors of the Group of Ten and the member countries of the European Economic Community as a means of ensuring fully adequate resources for official intervention in exchange markets in cases and at times where such intervention is judged desirable by the countries whose currencies are involved.

A drawing on the Federal Reserve swap network involves a short-term exchange of their own currencies between the United States and one of the other participants, and is made only with the agreement of the two countries involved.

The Bank of Canada noted that the enlargement of the U.S. swap network would not change the arrangements for official intervention in the exchange market for Canadian dollars.

### Banque du Canada le 10 juillet 1973

La Banque du Canada participe à la forte majoration – annoncée aujourd'hui – du montant global des accords de crédits réciproques entre le Système de Réserve Fédérale des États-Unis et les banques centrales d'un certain nombre d'autres grands pays commerçants. Les facilités de swap entre le Système de Réserve Fédérale et la Banque du Canada se trouvent ainsi portées de 1,000 à 2,000 millions de dollars.

L'élargissement des facilités de swap existantes était envisagé dans le communiqué publié à Paris le 16 mars dernier par les Ministres et les Gouverneurs des banques centrales du Groupe des Dix et des pays membres de la Communauté Économique Européenne comme un moyen d'assurer des ressources pleinement suffisantes en vue d'interventions officielles sur les marchés des changes, lorsque celles-ci seraient jugées souhaitables par les pays dont la monnaie serait en cause.

Le recours aux facilités de swap du Système de Réserve Fédérale se traduit par un échange à court terme de devises entre les États-Unis et l'un des pays participants, et ne se fait qu'avec l'accord des deux pays intéressés.

La Banque du Canada a fait remarquer que cet élargissement des accords de swap ne modifierait d'aucune façon les modalités d'intervention officielle sur le marché de change du dollar canadien.

### Cover: Greek coin

Visitors to the Head Office of the Bank of Canada in Ottawa often admire the tall bronze front doors of the building with their six classical designs. Not all of these visitors are aware that the designs on the two doors were copied from six ancient Greek coins. After the coins had been selected by the architects of the building, Ulysses Ricci, a New York sculptor, prepared the full-scale plaster models from which the doors were cast. The ancient Greeks had been using coins of bronze, silver and gold from about 600 B.C. The six coins selected for the front doors were issued by various Greek states from 480 to 220 B.C. The coin illustrated on the front cover was issued by the Greek colony of Tarentum in the province of Calabria in southern Italy. It is a silver stater issued during the years 360-350 B.C. Although its size was approximately that of our nickel five cent piece, at that time it probably represented a week's wage for a working man. This coin is in the Numismatic Collection of the Bank of Canada. Photography by John Evans, Ottawa.

### Subscriptions

Canada and the United States: \$10.00 per annum; \$25.00 for three years. All other countries: \$12.00 per annum; \$30.00 for three years.  
Public Libraries, Libraries of the Government of Canada and of Canadian provincial and municipal Governments (including Crown corporations and agencies), Libraries of Canadian and foreign educational institutions: one half of the regular rate.  
Subscription rates include the cost of postage at third class rates in Canada and the United States, airtail for other countries.  
Reprints of articles are available in packages of ten copies at a price of \$1.00.  
Individual copies of the Review may be obtained at all Bank of Canada Agencies at a price of \$1.00 per copy.  
Remittances should be made payable to the Bank of Canada, collectable in Canadian currency.  
Correspondence should be addressed to: Bank of Canada Review,  
Bank of Canada,  
Ottawa K1A 0G9,  
Canada

The content of the Review may be reproduced or referred to provided that the Bank of Canada Review, with its date, is specifically quoted as the source.

### Couverture: Pièce de monnaie grecque

L'imposante porte de bronze, ornée de six bas-reliefs de style classique, de l'entrée principale du Siège de la Banque du Canada impressionne nombre de nos visiteurs. Ceux-ci ne se rendent pas toujours compte que ces sculptures sont inspirées d'anciennes pièces de monnaie grecques. Le choix des modèles fut laissé aux architectes de l'immeuble, tandis que la confection des moules de plâtre dans lesquels les portes furent coulées est l'œuvre du sculpteur new yorkais Ulysses Ricci. Les Grecs commencèrent à utiliser des pièces de monnaie en bronze, en argent et en or vers l'an 600 av. J.-C. Les six pièces reproduites sur la porte en question furent frappées par diverses cités grecques entre 480 et 220 av. J.-C. La pièce qui orne la page couverture est un statère d'argent émis entre 360 et 350 av. J.-C. par la colonie grecque de Tarente, située dans le Sud de l'Italie. Cette pièce, à peu près de la grandeur de notre pièce de nickel de cinq cents, équivalait probablement à l'époque au salaire hebdomadaire d'un ouvrier. Elle fait partie de la Collection numismatique de la Banque du Canada. Photographie: John Evans, Ottawa.

### Abonnements

Canada et États-Unis: 1 an, \$10; 3 ans, \$25. Tous autres pays: 1 an, \$12; 3 ans, \$30.  
Bibliothèques publiques, bibliothèques du gouvernement canadien, des gouvernements provinciaux et municipaux du Canada (y compris celles des sociétés et agences de la Couronne), bibliothèques des établissements d'enseignement au Canada ou à l'étranger: demi-tarif pour les exemplaires expédiés sous un seul pli.  
L'abonnement comprend les frais de port, par courrier de troisième classe au Canada et aux États-Unis, par avion pour les autres pays.  
On pourra se procurer des tirés à part d'articles parus dans la Revue, au prix de \$1 le paquet de 10 exemplaires.  
On pourra également se procurer des exemplaires de la Revue à toutes les agences de la Banque du Canada, au prix de \$1 chacun.  
 Paiement à l'ordre de la Banque du Canada.  
 Adresser toute correspondance à: La Revue de la Banque du Canada

Bank of Canada  
Ottawa K1A 0G9  
Canada

Reproduction autorisée à condition que la source - Revue de la Banque du Canada, mois et année - soit formellement indiquée.

## Highlights of the "OECD Economic Outlook"

The Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD) publishes twice-yearly a review of economic trends and prospects in member countries. \* The OECD Economic Outlook is prepared by the Secretariat and published on the responsibility of the Secretary-General of the Organisation. Highlights from the July 1972 issue were presented in the Bank of Canada Review a year ago. Since developments in the OECD area, with regard to both output and prices, continue to be highly relevant to Canada's prospects, this is being done again this year. The highlights presented in the following article are largely drawn from those sections of the current issue† that deal with prospects for demand, output and inflation, and for trade and current account balances of the OECD countries through the first half of 1974. Other sections of the Outlook discuss economic policies, recent monetary and financial developments and trends in the economies of the seven major countries (including Canada). The report also contains a special section dealing with the international transmission of inflation, including a review of national policies for countering imported inflation and prospects for concerted action on an international basis.

The latest OECD Economic Outlook begins its assessment of economic prospects in member countries by stressing that "the most serious problem at the present time is the rate of inflation . . . Against this, however, most governments have secured a remarkable and welcome expansion of output, with high employment conditions restored or now in sight in the

\* Member countries of the OECD are: Australia, Austria, Belgium, Canada, Denmark, Finland, France, the Federal Republic of Germany, Greece, Iceland, Ireland, Italy, Japan, Luxembourg, the Netherlands, Norway, Portugal, Spain, Sweden, Switzerland, Turkey, the United Kingdom, and the United States. New Zealand recently became a member but the statistics for that country are not included in the data for the OECD area.

† OECD Economic Outlook No. 13, July 1973; available in English and French versions from Information Canada; price \$4.00 a copy.

## Points saillants des dernières «Perspectives Économiques de l'O.C.D.E.»

L'Organisation de Coopération et de Développement Économiques (O.C.D.E.) publie deux fois par an une analyse des tendances et des perspectives économiques des pays membres\*. La publication Perspectives Économiques de l'O.C.D.E. est rédigée par le Secrétariat et paraît sous la responsabilité du Secrétaire général de l'Organisation. La Revue de la Banque du Canada a présenté il y a un an des extraits du numéro de juillet 1972. Étant donné que l'évolution de la production et des prix dans les pays membres de l'O.C.D.E. continue d'influer largement sur les perspectives économiques au Canada, nous avons jugé utile de faire de même cette année. Les points saillants repris dans le présent article sont tirés principalement des sections du dernier numéro† consacrées aux perspectives en matière de demande, de production et d'inflation, ainsi qu'aux balances commerciales et courantes des pays de l'O.C.D.E. jusqu'à la fin du premier semestre de 1974. La publication en question analyse également la politique économique, l'évolution monétaire et financière récente, ainsi que la tendance de l'économie des sept principaux pays membres, dont le Canada. Elle contient également une section spéciale décrivant la façon dont l'inflation se transmet d'un pays à l'autre, dans laquelle sont étudiées notamment les politiques nationales de lutte contre l'inflation importée et les perspectives d'action concertée au niveau international.

Dans leurs prévisions économiques, les auteurs du dernier numéro de Perspectives Économiques de l'O.C.D.E. commencent par souligner que «le problème le plus grave à l'heure actuelle est celui de l'inflation . . . Mais, face à cela, la plupart des gouvernements ont réussi à obtenir une expansion de la production aussi remarquable que bienvenue, de hauts niveaux d'emploi

\* Les pays membres de l'O.C.D.E. sont la République Fédérale d'Allemagne, l'Australie, l'Autriche, la Belgique, le Canada, le Danemark, l'Espagne, les États-Unis, la Finlande, la France, la Grèce, l'Irlande, l'Islande, l'Italie, le Japon, le Luxembourg, la Norvège, les Pays-Bas, le Portugal, le Royaume-Uni, la Suède, la Suisse et la Turquie. La Nouvelle-Zélande est récemment devenue membre, mais les statistiques relatives à ce pays ne sont pas comprises dans celles de la zone de l'O.C.D.E.

† Perspectives Économiques de l'O.C.D.E., n° 13, juillet 1973; versions française et anglaise en vente à Information Canada à \$4 l'exemplaire.

Chart I Rates of increase in output and prices: Major OECD countries\*  
Graphique I Taux d'augmentation de la production et des prix : Principaux pays de l'O.C.D.E.\*

Half-yearly changes, seasonally adjusted at annual rates Variations semestrielles; données désaisonnalisées, taux annuels



\*Includes Canada, the United States, Japan, France, Germany, Italy and the United Kingdom.  
Source: O.C.D.E. chart prepared by the Bank of Canada

\*Canada, États-Unis, Japon, France, Allemagne, Italie et Royaume-Uni.  
Source: O.C.D.E.; graphique de la Banque du Canada

great majority of countries." The report points out that "the speed at which demand has been growing is not an unmixed blessing. While the renewed acceleration of inflation over the past twelve months cannot, in its entirety, be ascribed to the general strengthening of demand pressure, this has certainly been an exacerbating factor, and has contributed to the steep rise in world primary commodity prices."

The report draws attention to the marked and simultaneous quickening of expansion in the OECD area in the last half of 1972 and early 1973. As may be seen in Chart I, "real GNP in the seven major OECD countries combined probably rose by some 7-8 per cent during the year ending mid-1973 - considerably outstripping the 6¼ per cent forecast a year ago and exceeding the rate achieved over any period of similar length since the early 1950s." There has been a rapid absorption of the substantial slack that existed in early 1972 and unemployment has been

ayant été rétablis, ou étant près de l'être, dans la grande majorité des pays.» Ils signalent également que «la vitesse à laquelle la demande progresse ne va pas sans inconvénients. Si la nouvelle flambée d'inflation des douze derniers mois ne peut être attribuée en totalité au renforcement général des pressions de la demande, celui-ci a certainement constitué un facteur d'aggravation et contribué à l'envolée des cours mondiaux des produits de base.» L'étude attire l'attention sur l'accélération sensible et généralisée qu'a enregistrée la zone de l'O.C.D.E. au second semestre de 1972 et au début de 1973. Comme on peut le constater au Graphique I, «le P.N.B. réel des sept grands pays de l'O.C.D.E. pris dans leur ensemble s'est probablement accru de 7 à 8% entre le milieu de 1972 et le milieu de 1973, dépassant de loin le taux de 6¼% que l'on prévoyait il y a un an, et dépassant aussi tout ce qui avait pu être observé au cours de toute autre période de longueur analogue depuis le début des années 50». Le volant substantiel de ressources inutilisées qui

reduced in most countries even though it is still, in many cases, rather high in relation to other indicators of slack. The report points out that this "may partly be due to the very speed of the upswing, but is also suggestive of structural imbalances in the labour market."

Looking ahead, the Secretariat forecasts that "on the basis of the policies currently in force, and of the observable trends, expansion in the OECD area as a whole is likely to remain generally strong over the next twelve months, making further inroads into unemployment in most countries, but showing some slow-down from the recent exceptionally high rates." However the Secretariat expects that rates of expansion in most countries are still likely to remain above potential into 1974.

The report goes on to state that "it can probably be claimed that many governments should have begun to moderate the stimulus to demand as far back as the second half of last year. One reason why, in many cases, action was not taken may have been that it was not entirely clear that unemployment had begun a firm downward trend from its high starting-point... Over the past six months, however, there has been a fairly general change of emphasis, with policies moving somewhat towards restraint in most countries. Particularly important measures have been applied in Germany and Japan." The report emphasizes that "the problem for most governments now is to moderate the growth of demand, bringing it down to the rate at which capacity can, over the medium term, be expected to expand. This is obviously important if the present problem of rising prices is not to be made even worse by the emergence of general excessive demand. Equally, a slowing down over the coming year would avert the danger of a violent boom followed by a sharp reversal of economic growth."

"So far as international payments are concerned, the events of last February and March at least produced an exchange rate relationship between the dollar and other currencies from which, given appropriate policies, a sustainable pattern of balances on current and long-term capital account can gradually be approached." The report notes that in March "many countries abandoned the attempt to maintain fixed exchange rates against the dollar." Foreign exchange markets were closed in early March; "the DM was revalued by 3 per cent (against SDRs) and six EEC countries (France, Germany, Belgium, the Netherlands, Luxembourg and Denmark), later joined by Sweden and Norway, agreed to maintain the established maximum margin of 2¼ per cent between their currencies, but to free their central banks from the obligation to inter-

existait au début de 1972 a été rapidement résorbé, et la plupart des pays ont réussi à réduire le chômage, bien que, dans beaucoup de cas, celui-ci reste élevé par rapport aux autres indicateurs de sous-utilisation de l'appareil de production. Cet état de choses «est sans doute dû en partie à la vitesse même de la reprise, mais il traduit aussi l'existence de déséquilibres structurels sur le marché du travail».

Pour ce qui est de l'avenir, le Secrétariat écrit : «À supposer que les politiques actuellement en vigueur soient maintenues et que les tendances observées se poursuivent, il est probable que l'expansion restera généralement forte dans l'ensemble de la zone de l'O.C.D.E. au cours des douze prochains mois, permettant de faire reculer davantage le chômage dans la plupart des pays, mais accusant un certain ralentissement par rapport aux taux exceptionnellement élevés enregistrés récemment.» Toutefois, le Secrétariat s'attend que le rythme d'expansion de la plupart des pays restera probablement supérieur à leur taux potentiel de croissance en 1974.

«On peut probablement avancer, ajoute-t-il, que beaucoup de gouvernements auraient dû commencer à modérer l'impulsion donnée à la demande dès le deuxième semestre de l'an dernier. L'une des raisons pour lesquelles ils ne l'ont pas fait, dans bien des cas, tient sans doute à ce qu'il n'était pas alors manifeste que le chômage avait amorcé une tendance ferme à la baisse par rapport à son niveau de départ élevé... Au cours des six derniers mois, toutefois, le centre des préoccupations s'est assez généralement modifié, la plupart des pays tendant à réorienter graduellement leur politique dans le sens de la modération. Des mesures particulièrement importantes ont été appliquées en Allemagne et au Japon.» L'étude souligne que «le problème qui se pose maintenant à la plupart des gouvernements est de modérer la croissance de la demande de façon à la ramener au taux auquel on peut s'attendre à voir les capacités augmenter à moyen terme. Cet objectif revêt une importance manifeste, si l'on veut que le problème actuel de la hausse des prix ne se trouve encore aggravé par l'apparition d'un excès général de la demande. De même, un ralentissement au cours de l'année qui vient écarterait le danger de voir un emballement de la conjoncture suivi d'un retournement brutal de la croissance économique.»

«En ce qui concerne les paiements internationaux, les événements des mois de février et mars derniers ont au moins eu pour effet de dégager entre le dollar et les autres monnaies des rapports de taux de change qui, si l'on suit des politiques appropriées, devraient permettre de se rapprocher progressivement d'une configuration durable des balances des opérations courantes et des opérations en capital à long terme.» Il est noté qu'en mars, «beaucoup de



vene in support of the previous margins for the U.S. dollar." Most other important currencies, including the British pound, the Italian lira, the Japanese yen and the Swiss franc as well as the Canadian dollar are floating independently.

"When the exchange markets reopened on March 19th, the cumulative effective devaluation of the U.S. dollar from 'pre-Smithsonian' parities was about 15 per cent, and sterling and the lira had, on this basis, been effectively devalued by some 12 per cent and 7 per cent, respectively. On the other side, the cumulative effective revaluation of the yen then amounted to about 24 per cent, and those of Switzerland and Germany to respectively 13 and 11 per cent. Effective changes for Canada and [for the] other members of the European 'snake' were small."

The report goes on to suggest that "exchange rate changes of this order should be sufficient, over time, to remove the most important imbalances in major countries' current accounts. In the latter part of 1972 there were already signs that the Smithsonian realignment was beginning to affect the trade balances, in real terms, of the three major participants - the United States, Japan and Germany. The changes of February/March broadly doubled the effective changes for all three countries." Since that time there has been an appreciable movement of the nominal rates of exchange of the common float currencies and of the Swiss franc against the U.S. dollar. In addition, the Deutschmark was formally revalued by 5.5 per cent (against SDRs) in late June. Mainly as a consequence of these movements there have been further effective depreciations of the U.S. dollar\*, the lira and sterling, and some reduction of the effective appreciation of the yen. The report, which was written while these developments were in progress, does not attempt to make a definitive judgement concerning the impact of floating rates at this stage. It does observe, however, that some commentators feel that the floating arrangements have been working moderately well while others are concerned that rates will "over-correct".

#### Demand and output

The report points out that one of the more significant aspects of the present expansion is "the very widespread nature which the boom has gradually acquired". Initially the upswing was concentrated in North America but "by now, all major countries are expanding simultaneously,

\*Editor's note: At the beginning of August the estimated effective depreciation of the U.S. dollar from 'pre-Smithsonian' parities was about 21 per cent.

pays ont renoncé à essayer de maintenir des taux de change fixes par rapport au dollar». Les marchés des changes furent fermés au début de mars; «entre-temps, le Deutsche mark était réévalué de 3% (par rapport aux D.T.S.) et six pays de la C.E.E. (France, Allemagne, Belgique, Pays-Bas, Luxembourg et Danemark), rejoints plus tard par la Suède et la Norvège, convenaient de maintenir entre leurs monnaies la marge maximale de 2¼%, mais de libérer leurs Banques centrales de l'obligation d'intervenir pour maintenir les marges précédemment fixées pour le dollar». La plupart des autres monnaies importantes, parmi lesquelles la livre sterling, la lire italienne, le yen japonais, le franc suisse, ainsi que le dollar canadien, flottent indépendamment. «À la réouverture des marchés des changes, le 19 mars, la dévaluation effective du dollar des États-Unis par rapport aux parités en vigueur avant les Accords de Washington s'établissait au total à quelque 15% et, sur cette même base, le sterling et la lire accusaient des dévaluations effectives d'environ 12 et 7% respectivement. De l'autre côté, la réévaluation effective du yen se montait alors en tout aux environs de 24% et celles de la Suisse et de l'Allemagne à 13 et 11% respectivement. Pour le Canada et les autres membres du «serpent» européen, les variations effectives étaient faibles.»

Les auteurs sont d'avis que «des modifications de taux de change de cet ordre devraient suffire, avec le temps, à faire disparaître les principaux déséquilibres dans les balances courantes des grands pays. Dès le deuxième semestre de 1972, certains indices permettaient de penser que le réalignement de Washington commençait à exercer ses effets sur les balances commerciales en termes réels des trois principaux participants - les États-Unis, le Japon et l'Allemagne. Les ajustements intervenus en février-mars ont en gros doublé les modifications effectives des monnaies de ces trois pays.» Depuis lors, on a assisté à un mouvement appréciable des taux de change nominaux des monnaies flottant de concert et du franc suisse vis-à-vis du dollar É.-U. De plus, à la fin de juin, le Deutsche mark a été officiellement réévalué de 5,5% par rapport aux D.T.S. Principalement à la suite de cette évolution, le dollar É.-U., la lire et la livre sterling ont continué de se déprécier, tandis que le yen voyait se réduire quelque peu sa hausse effective. L'étude, rédigée alors que ces développements étaient en cours, ne tente pas de porter un jugement définitif, qui serait d'ailleurs prématuré, sur les effets des taux de change flottants. Certains commentateurs, y rappelle-t-on toutefois, estiment que les accords de flottement ont relativement bien fonctionné, mais d'autres craignent une «surcorrection» des taux.

\*N.D.L.R. : Au début d'août, la dépréciation réelle du dollar É.-U., par rapport aux taux en vigueur avant les accords de Washington, était estimée à environ 21%.

particularly the three largest economies - the United States, Japan and Germany". The widespread simultaneity of expansion has been mutually reinforcing and "would also seem to be unprecedented". In the 1960s, by contrast, the business cycle in one or another major country had always been out of phase during periods of boom.

The report also ascribes the strength of the current expansion to "the very expansionary economic policies followed over the last year or two in several major countries (e.g. the United States, Canada, Japan and the United Kingdom)" and to "the existence, at the outset of the present upswing, of larger than usual margins of spare capacity in the area as a whole (and notably in the four non-European Member countries), which made relatively fast growth rates of real output feasible."

The Secretariat expects the growth of output in the OECD area "to reach an almost unprecedented 7 to 7½ per cent rate this year." However it also expects some deceleration "to set in early next year, notably in the United States and Germany."

In the United States, "recent quarters have seen a very strong upswing of demand and a reduction of economic slack", with a marked advance in real output in the first half of 1973. "The Secretariat sees "a continuation of the current expansion, albeit at decelerating rates, into 1974." The report notes that this forecast is subject to a considerable degree of uncertainty and, though not markedly different from that of the U.S. Administration, it "may assume a somewhat higher rate of increase in the second half of this year and into 1974."

In Canada the growth of real GNP during the last two years, although uneven, has been well above potential, and "expansionary economic policy and recent economic indicators suggest that real growth will be high this year and in the first half of 1974." As may be seen in Chart II, the growth rates of other major countries strengthened in the last half of 1972 and early 1973. Both the German and Japanese economies have been expanding vigorously and demand management policies "have moved quite sharply towards restraint, but the effects of such policies may not come through before the end of 1973." In France "the growth of output has strengthened considerably in recent months" and the outlook is for continued expansion through the first half of 1974 at "approx-

\*Editor's Note: The preliminary estimates of the National Accounts subsequently released by the U.S. Department of Commerce indicate an unexpectedly sharp slowing in the growth of real GNP in the second quarter. As a consequence, it now appears that the annual rate of growth of real GNP in the first half of 1973 was 5.6 per cent rather than 7.34 per cent as forecast by the OECD and shown in Chart II. At the same time the estimates show an annual rate of increase in the GNP deflator of 6.5 per cent in the first half of 1973, rather than the 5¼ per cent indicated in the Table on page 10.

#### Demand et production

L'étude souligne qu'un des aspects les plus significatifs de la présente expansion est le «caractère très généralisé progressivement acquis par l'essor actuel». Au début, la reprise était limitée à l'Amérique du Nord mais, «à l'heure qu'il est, on observe un mouvement de croissance simultanée dans tous les grands pays, et plus particulièrement dans les trois plus grandes économies (États-Unis, Japon, Allemagne)». Cette large simultanéité des mouvements d'expansion semble avoir renforcé chacune d'elles et «paraît aussi n'avoir pas de précédent». Au cours des années soixante, en effet, les périodes de haute conjoncture n'ont jamais coïncidé dans tous ces grands pays. L'étude attribue également la vigueur de l'expansion actuelle «aux politiques fortement expansionnistes suivies depuis un an ou deux dans plusieurs grands pays (comme les États-Unis, le Canada, le Japon et le Royaume-Uni) et «au fait qu'au moment où s'est amorcée la présente reprise, les marges de capacités inutilisées étaient supérieures à la normale dans l'ensemble de la zone (et notamment dans les quatre pays membres non européens), ce qui a permis à la production réelle d'augmenter à des rythmes relativement rapides».

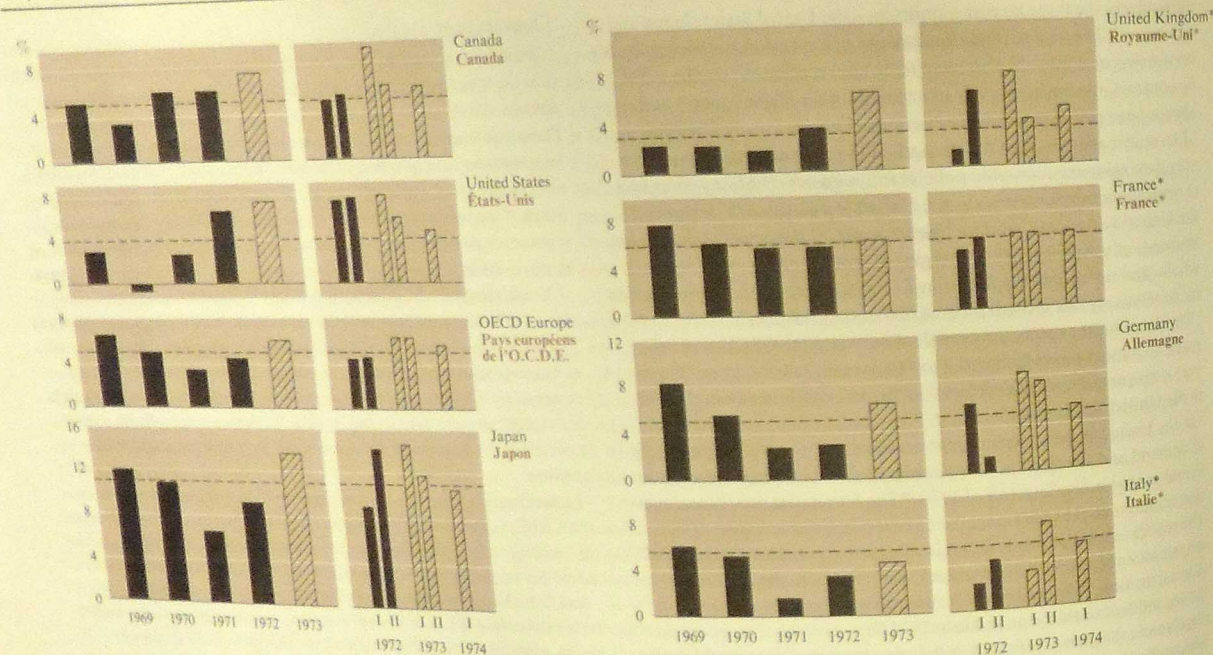
Le Secrétariat s'attend que la croissance de la production dans la zone de l'O.C.D.E. «s'établisse cette année au rythme pratiquement sans précédent de 7 à 7½%». Toutefois, il escompte également «une certaine décélération au début de l'année prochaine, notamment aux États-Unis et en Allemagne». Aux États-Unis, «au cours des derniers trimestres, on a constaté une très forte reprise de la demande et une réduction du volant des ressources inutilisées», ainsi qu'une hausse marquée de la production réelle au premier semestre de 1973\*. Le Secrétariat y voit «une poursuite, en 1974, de l'expansion en cours, dont le rythme toutefois se ralentira». Il est noté que ces prévisions sont entachées d'une forte marge d'incertitude et que, même si elles ne diffèrent guère de celles des autorités américaines, «elles supposent peut-être un taux d'accroissement un peu plus fort au second semestre de 1973 et au début de 1974».

Au Canada, la croissance du P.N.B. réel au cours des deux dernières années, bien qu'irrégulière, a nettement dépassé son potentiel, et «l'orientation expansionniste de la politique économique et l'évolution récente des indicateurs donnent à penser que la croissance réelle sera rapide cette année et

\*N.D.L.R. : Les données préliminaires des comptes nationaux publiées plus récemment par le Département du Commerce des É.-U. indiquent un ralentissement étonnamment marqué, au deuxième trimestre, de la croissance du P.N.B. réel. Il semble donc maintenant que ce dernier ait progressé au premier semestre de 1973 à un taux annuel de 5,6% au lieu de 7,34%, chiffre prévu par l'O.C.D.E. et figurant au Graphique II. Les estimations faites à la même date font état d'un taux de croissance annuel de l'indice de déflation du P.N.B. de 6,5% au premier semestre de 1973, au lieu des 5¼% indiqués au tableau de la page 10.

Chart II Real GNP: Major OECD countries  
Graphique II P.N.B. réel : Principaux pays de l'O.C.D.E.

Half-yearly changes, seasonally adjusted at annual rates Variations semestrielles: données désaisonnalisées, taux annuels



Average (1959-60 to 1970-71) -----  
\*Gross domestic product  
Source: OECD, chart prepared by the Bank of Canada

Taux moyen de variation de 1959-1960 à 1970-1971 -----  
\*Produit intérieur brut  
Source: O.C.D.E.; graphique de la Banque du Canada

imately the rate of growth of potential." The recovery in the United Kingdom in the second half of last year accelerated into early 1973 and "continued expansion at above-capacity rates over the forecast period" is expected. Italy too, has been experiencing a recovery after three years of recession though "the strength and duration of the recovery are still uncertain."

In reviewing the forecasts for the OECD area, the report warns that "though the present projections incorporate some deceleration in the

au premier semestre de 1974». Comme on peut le constater au Graphique II, le rythme de croissance des autres grands pays est devenu plus rapide au dernier semestre de 1972 et au début de 1973. Tant en Allemagne qu'au Japon, l'économie a vigoureusement progressé et ces deux pays «ont donné un tour franchement restrictif à leur politique [de gestion de la demande], mais il se peut que les effets ne s'en fassent pas sentir avant la fin de 1973». En France, «la croissance de la production s'est sensiblement accélérée ces derniers mois» et on prévoit une poursuite de l'expansion au cours du pre-

first half of 1974, this may be insufficient, notably in Europe, to ensure a smooth transition to capacity growth rates and therefore avoidance of excess demand conditions as soon as full employment has been reached."

### Inflation

Turning to a more detailed discussion of price trends the report notes that the annual rate of increase for consumer prices was around 8 per cent in the three months ending in April. As can be seen in the Table "most OECD countries are clustered around this average rate, and there has been little to choose recently between inflation in North America and Europe. Japan's record has been distinctly worse than the average and so, within Europe, have been those of Italy, Ireland, Finland, Greece, Spain and Switzerland."

The report notes that although both Europe and the United States had achieved a marked deceleration of the rate of price increase in early 1972, this calmer price climate was short-lived. "Since mid- or late-1972 European, North American and Japanese prices have climbed steadily to rates well above those recorded in earlier booms." The sharp acceleration of inflation came largely, but not exclusively, from food prices and the world boom in commodity markets. "Prices of manufactured goods and services have also been moving upwards for some time."

In the United States and Canada food price increases account for most of the recent acceleration of consumer prices. In commenting on the United States, the report notes that "the behaviour of the wholesale new price index from January to May 1973 suggests that, without the new price freeze, non-food consumer prices would have accelerated again." Sharply rising food prices have also been a major contributing factor to the acceleration of inflation in Europe and Japan. However, there was also "an appreciable deterioration in non-food prices" in France, the United Kingdom and Italy in the second half of 1972. Exceptional temporary measures slowed the price rise in both the United Kingdom and France in the first quarter: in the former a price freeze was introduced in the November followed by more flexible controls in March/April, while the value-added tax was reduced in France on 1 January. On the other hand, non-food prices in Germany continued to rise "despite the combination of revaluation effects and a lower rate of wage cost increase" while in Japan an improvement in 1972, partly due to better crops, was followed "by sharp new inflation from December" despite the further yen revaluation.

mier semestre de 1974 «à un taux annuel d'environ 6%, soit approximativement au même rythme que la production potentielle». La reprise observée au second semestre de 1972 au Royaume-Uni s'est accélérée au début de 1973 et laisse penser que «l'expansion se poursuivra plus vite que l'accroissement des capacités pendant la période couverte par les prévisions». L'Italie connaît également un nouvel essor après trois années de récession, bien que «la vigueur et la durée de cette reprise restent encore incertaines».

Dans leurs commentaires sur les prévisions pour la zone de l'O.C.D.E., les auteurs lancent cet avertissement : «Bien que les projections actuelles incorporent une certaine décélération au premier semestre de 1974, cela ne suffira peut-être pas, notamment en Europe, pour que les taux de croissance s'alignent sans problème sur ceux des capacités et pour éviter, en conséquence, l'apparition d'un excès de demande dès que le plein emploi aura été atteint.»

### Inflation

Examinant plus spécialement l'évolution des prix, les auteurs font observer que la hausse annuelle des prix à la consommation a été d'environ 8% au cours de la période de trois mois se terminant en avril. Comme on peut le voir au tableau de la page 10, «la plupart des pays de l'O.C.D.E. se situent aux alentours de ce taux moyen, et l'Amérique du Nord et l'Europe n'avaient guère à s'envier ces temps derniers. Au Japon, les résultats ont été nettement pires que la moyenne et, à l'intérieur de l'Europe, il en est allé de même pour l'Italie, l'Irlande, la Finlande, la Grèce, l'Espagne et la Suisse.»

Les auteurs mentionnent également un ralentissement marqué, mais de courte durée, de la hausse des prix en Europe et aux États-Unis au début de 1972. «Depuis le milieu ou les derniers mois de 1972, aussi bien en Europe qu'en Amérique du Nord et au Japon, les prix n'ont cessé de monter à des taux bien supérieurs à ceux qui avaient été enregistrés lors des précédentes périodes de haute conjoncture.» L'accentuation rapide de l'inflation est due pour une bonne part à la hausse des prix des produits alimentaires et à la flambée mondiale des prix sur les marchés des produits de base. Mais «les prix des produits manufacturés et des services augmentent aussi depuis un certain temps».

Aux États-Unis et au Canada, le renchérissement des produits alimentaires a été la principale cause de l'accélération récente des prix à la consommation. Les auteurs de l'étude font remarquer à propos des États-Unis : «Le comportement de l'indice des prix de gros de janvier à mai 1973 semble indiquer que la hausse des prix à la consommation des produits non alimentaires

### Price trends Evolution des prix

Percentage changes, seasonally adjusted at annual rates  
Variations en %; données désaisonnalisées, taux annuels

	Consumer prices Prix à la consommation						GNP deflators Indices de déflation du P.N.B.			
	Average 1959-60 to 1970-71 Taux moyen de variation de 1959-1960 à 1970-1971	From previous year Par rapport à l'année précédente		From previous half year Par rapport au semestre précédent		Three months ending April 1973 Trois mois se terminant en avril 1973	Average 1959-60 to 1970-71 Taux moyen de variation de 1959-1960 à 1970-1971	From previous year Par rapport à l'année précédente		
		1971	1972	1972	1972			1971	1972	1973
				I	II					
				I	II					
Canada	2.6	2.9	4.8	4.4	5.6	7.6	3.0	3.1	4.6	5½
United States	2.8	4.3	3.3	3.2	3.4	7.9	2.8	4.7	3.0	*
Japan <sup>(1)</sup>	5.7	6.1	4.5	3.2	5.9	16.4	4.8	4.6	4.9	7½
Australia	2.7	6.1	5.8	5.5	4.9	9.6 <sup>(5)</sup>				
OECD Europe <sup>(2)</sup>	3.9	6.6	6.5	5.7	8.1	7.8	4.3	7.3	6.7	7½
France <sup>(3)</sup>	4.1	5.5	5.9	5.1	7.8	4.0	4.4	5.4	5.7	6¼
Germany	2.8	5.2	5.8	4.9	7.5	6.8	3.6	7.7	6.1	6¾
Italy	3.9	4.8	5.7	5.0	8.2	12.7	4.4	6.5	6.0	11
United Kingdom <sup>(4)</sup>	4.2	9.4	7.1	5.4	8.9	7.4	4.2	8.9	6.7	6½
Belgium	3.0	4.3	5.5	4.9	6.8	6.5				
Netherlands	4.4	7.6	7.8	7.5	7.6	5.1				
Denmark	5.7	5.8	6.6	7.0	6.5	9.4 <sup>(6)</sup>				
Ireland	4.7	8.9	8.7	8.2	8.9	18.2 <sup>(5)</sup>				
Austria	3.6	4.7	6.3	6.0	8.0	7.9				
Finland	5.0	6.1	7.4	5.4	8.8	10.7				
Greece	2.1	3.0	4.4	5.5	4.4	11.0				
Norway	4.4	6.2	7.2	7.0	8.6	7.6				
Spain	5.9	8.3	8.3	8.1	9.1	10.0				
Sweden	4.2	7.4	6.0	5.8	6.7	5.0				
Switzerland	3.4	6.6	6.7	6.7	6.9	10.9				
Total OECD <sup>(2)(4)</sup>	3.4	5.3	6.7	4.2	5.5	8.5	4.2	6.5	6.2	7¼
of which:										
food <sup>(5)</sup>	3.3	4.3	5.4	4.7	6.9	17.4				
non-food <sup>(5)</sup>	3.5	5.6	4.5	4.2	4.9	5.9				

Source: OECD.

\* Not estimated.

(1) GNP deflator, not seasonally adjusted.

(2) 1970 weights and exchange rates.

(3) GDP deflator.

(4) United States excluded from GNP deflator data.

(5) February 1973 over November 1972.

(6) 1Q 1973 over 4Q 1972.

Editor's note: More recent data on consumer prices in individual countries are available in the August issue of *International Financial Statistics*, just released by the IMF. Over the twelve months ending June 1973, consumer prices rose by 11.5 per cent in Japan, 8.1 per cent in Canada, 7.9 per cent in Germany and 5.7 per cent in the United States; the increase over the twelve months ending May was 11.1 per cent in Italy, 9.5 per cent in the United Kingdom and 7.2 per cent in France.

Source: O.C.D.E.

\* Données non calculées.

(1) Indice de déflation du P.N.B.; données non désaisonnalisées.

(2) Pondération et taux de change de 1970.

(3) Indice de déflation du P.I.B.

(4) À l'exclusion des États-Unis, en ce qui concerne l'indice de déflation du P.N.B.

(5) Février 1973 par rapport à novembre 1972.

(6) 1<sup>er</sup> trimestre de 1973 par rapport au 4<sup>e</sup> trimestre de 1972.

N.D.L.R.: On trouvera dans la livraison d'août de *International Financial Statistics*, qui vient de publier le F.M.I., des données plus récentes sur les prix à la consommation dans divers pays. Pour la période de douze mois se terminant en juin 1973, les prix à la consommation ont augmenté de 11,5% au Japon, de 8,1% au Canada, de 7,9% en Allemagne et de 5,7% aux États-Unis; pour la période de douze mois se terminant en mai, l'augmentation a été de 11,1% en Italie, de 9,5% au Royaume-Uni et de 7,2% en France.

Turning to the outlook, "the Secretariat's forecasts suggest that policies as at present known are unlikely to produce any widespread deceleration of prices before next year, and that even in the first half of 1974 the price rise in most countries will be at least half as high again as the longer-term average."\* The outlook is strongly conditioned by several factors: "demand pressures are building up in virtually all countries", food prices have been rising rapidly and "even if the rise of food prices flattens out somewhat, the rises that have already occurred may have re-stimulated the price-wage spiral". In making its assessment, the Secretariat assumes "some easing of the upward trend of food and raw material prices. It is also assumed that there is some slowing down of the growth of demand for its present rate and that countries do not run into severe general demand pressures. If the latter assumption proves false, even the present forecasts will err on the side of optimism."

Certain of the conclusions in the special section on the international transmission of inflation are relevant to this part of the discussion. Because of the complexity of the analysis, this article will not try to provide an adequate summary of the OECD's study of this important subject and interested readers should refer to the full text. One conclusion that does emerge is that among the complex mechanics of transmission, "direct trade price effects appear to be of major importance" and that the problem is "particularly serious and intractable for the smaller open European economies." In discussing the possibilities for the development of new policy instruments to meet the international problem of inflation, the study concludes that fundamentally "it will remain for the large and medium-sized OECD countries to assure, through their domestic policies, a reasonably stable world price environment." Among smaller countries whose costs and prices tend to follow developments in their competitors' economies, the report notes that they "have to recognize that they too have their own domestic potential for inflation."

### Current accounts of the balance of payments

The report begins its review of trade and current balances by noting that "1973 is a boom year for OECD trade, with near-record growth rates expected for both volumes and prices. The rapid—and largely simultaneous—expansion of output in almost all OECD countries may

\*The nature of the Phase IV controls in the United States was not known when the report was prepared and a forecast of the GNP deflator for that country is not shown.

se serait encore accélérée, s'il n'y avait pas eu le nouveau blocage des prix.» De même l'escalade des prix alimentaires a grandement contribué à l'accélération de l'inflation en Europe et au Japon. Toutefois, on a enregistré «une détérioration appréciable des prix des produits non alimentaires» en France, au Royaume-Uni et en Italie au second semestre de 1972. Des mesures temporaires, de caractère exceptionnel, ont entraîné un ralentissement de la hausse des prix en France et au Royaume-Uni au premier trimestre; dans ce dernier pays, le gel des prix a été institué en novembre et remplacé en mars-avril par des mesures de contrôle plus souples, tandis que la taxe sur la valeur ajoutée était réduite en France le 1<sup>er</sup> janvier. Par contre, les prix des produits non alimentaires ont continué de grimper en Allemagne «malgré les effets conjugués de la réévaluation et de la très forte réduction du taux d'augmentation des coûts salariaux», tandis qu'au Japon une meilleure tenue des prix en 1972, attribuable notamment à de meilleures récoltes, était suivie «à nouveau par une vive poussée inflationniste à partir de décembre» en dépit de la nouvelle réévaluation de fait du yen.

Tournant ses regards vers l'avenir, le Secrétariat estime qu'il est peu probable que les politiques des gouvernements, telles qu'on les connaît actuellement, puissent provoquer un ralentissement généralisé de la hausse des prix avant l'an prochain et [que], même au premier semestre de 1974, la hausse des prix dans la plupart des pays dépassera encore au moins de moitié la moyenne observée en plus longue période\*. Les perspectives dépendent dans une large mesure de plusieurs facteurs. Ainsi, «des pressions de la demande s'accroissent dans pratiquement tous les pays», les prix alimentaires augmentent rapidement depuis un certain temps et «même si la hausse des prix des produits alimentaires se tassait quelque peu, les augmentations qui sont déjà intervenues pourraient avoir relancé la spirale prix-salaires». En formulant cette appréciation, le Secrétariat a supposé que «la tendance ascendante des prix des produits alimentaires et des matières premières s'infléchirait quelque peu... que la progression de la demande accuserait un certain ralentissement par rapport à son rythme actuel et que les pays n'auraient pas à faire face à de fortes pressions de la demande globale. Si cette dernière hypothèse se révélait fautive, même les présentes prévisions pécheraient alors par optimisme.»

Certaines des conclusions énoncées dans la section spéciale relative à la transmission internationale de l'inflation méritent d'être mentionnées dans cette partie de l'exposé. La complexité de l'analyse est telle qu'il est difficile

\*La nature des mesures de contrôle de la Phase IV aux États-Unis n'étant pas connue au moment de la rédaction de l'étude, les auteurs n'y ont pas incorporé de prévisions pour l'indice de déflation du P.N.B. de ce pays.

generate an increase of trade in real terms of some 13 per cent. The recent buoyancy of food and basic material prices, coupled with the general inflationary conditions in the OECD area, is likely to be reflected in large increases in both import and export prices. Thus, the value of OECD trade may expand this year by 20 per cent in terms of the average of local currencies, or 28 - 29 per cent in terms of devalued dollars."

In commenting on the sharp increases in basic commodity prices in recent months, the report notes that while the rise in unit import values will be dampened by the considerable amount of commodity trading done under long-term contract rather than in the open market, "they are likely to grow at significantly higher rates than in the recent past . . . Although non-OECD countries are likely to gain most from the boom in commodity prices, certain OECD countries, in particular the United States, Canada and Australia, which export significant amounts of primary products, should also benefit. As a result of this, and the probable continuing strong rises in prices of manufactures, the OECD area's terms of trade with the rest of the world might deteriorate only slightly over the forecast period."

Although export earnings of the non-OECD countries are expected to be buoyant and this is likely "to be translated into a strong demand for OECD exports, there may be some lag before these countries respond fully". Thus, some deterioration is expected this year in the OECD countries' net trade balance with the oil producing states and with other developing countries. However an improvement in the balance with the Sino-Soviet area, because of exceptional grain shipments in the first half of the year, "may be enough to make the balance with the non-OECD area as a whole show a small improvement" after deteriorating markedly in 1972.

In discussing the prospects for trade and current balances of individual countries, the report stresses the uncertainty of the forecasts and the difficulty of assessing whether the effects of the February/March exchange rate changes will be analogous to those stemming from the Smithsonian realignment. \* A further uncertainty concerns exchange rates themselves: the forecasts are based on the effective rates prevailing in late May, since which time there have been further significant movements, as mentioned earlier.

\*Editor's note: In the report current account balances are shown in U.S. dollars and in SDRs. In this article U.S. dollars have been used throughout.

de la résumer ici; les personnes que le sujet intéresse voudront donc bien se reporter à ladite étude. Une de ces conclusions est que « parmi les mécanismes complexes de propagation de l'inflation à travers les frontières, les effets directs des prix (internationaux) paraissent être d'une importance majeure » et que le problème est « particulièrement grave pour les économies ouvertes des plus petits pays européens ». Étudiant la possibilité d'élaborer de nouveaux instruments d'action pour faire face au problème international de l'inflation, les auteurs concluent que, fondamentalement, « ce sera toujours aux pays de grandes et de moyennes dimensions de l'O.C.D.E. qu'il incombera d'assurer, par leurs politiques intérieures, des conditions de stabilité raisonnable des prix internationaux ». Quant aux plus petits pays, dont les coûts et les prix ont tendance à suivre l'évolution des économies concurrentes, ils « doivent reconnaître qu'ils ont eux aussi un potentiel d'inflation à l'intérieur de leurs frontières ».

**Balances des paiements courants**

La partie consacrée au commerce et aux balances courantes débute par l'affirmation suivante : « L'année 1973 sera marquée par un essor des échanges de la zone de l'O.C.D.E., ceux-ci accusant des taux d'expansion pratiquement sans précédent tant en volume qu'en valeur. L'expansion rapide - et presque simultanée - de la production dans presque tous les pays de l'O.C.D.E. entraînera sans doute un accroissement du volume des échanges de l'ordre de 13%. L'envolée récente des prix des produits alimentaires et des produits de base, conjuguée à l'inflation généralisée dans la zone de l'O.C.D.E., se traduira probablement par de fortes hausses de prix à l'importation et à l'exportation. Dans ces conditions, la valeur des échanges de la zone de l'O.C.D.E. pourrait progresser cette année de 20%, si l'on se fonde sur la valeur moyenne des monnaies nationales, ou de 28 à 29%, si l'on calcule sur la base du dollar dévalué ».

Au sujet de la hausse brutale des prix des matières premières observée ces derniers mois, les auteurs déclarent que la hausse des valeurs unitaires des importations s'atténuera à l'avenir du fait que le commerce de ces produits s'effectue en grande partie dans le cadre de contrats à long terme au lieu d'être effectué sur le marché libre, mais qu'il est probable, néanmoins, que leur augmentation dépassera sensiblement celles qui ont été enregistrées dans un passé récent . . . Ce sont probablement les pays non-membres de l'O.C.D.E. qui bénéficieront le plus de l'envolée des prix des produits de base, mais certains pays de l'O.C.D.E., notamment les États-Unis, le Canada

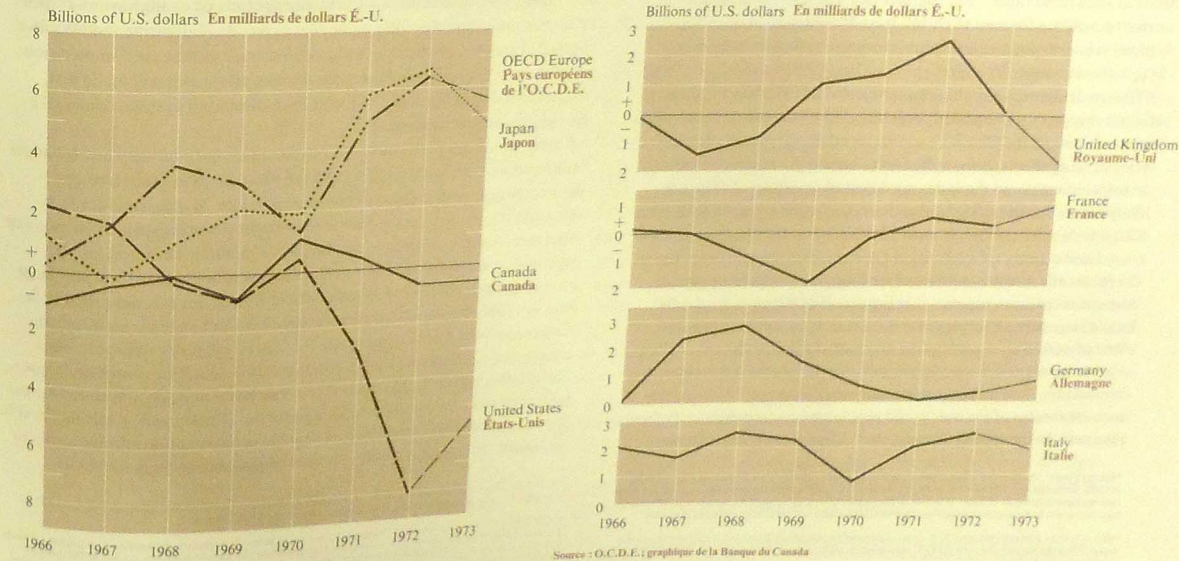
"Bearing in mind the very buoyant outlook for world trade and the general inflationary climate, it can probably be expected that revaluing countries will pass on virtually the whole of the revaluation in higher foreign currency prices while devaluing countries may raise prices in terms of domestic currency to a greater extent than previously. Because of commodity price developments, effects on the terms of trade of recent exchange-rate changes may be dampened or augmented in a number of

et l'Australie, qui exportent des quantités appréciables de produits primaires, devraient aussi en tirer profit. Dans ces conditions, et compte tenu de la persistance probable d'une forte hausse des prix des produits manufacturés, les termes de l'échange de la zone de l'O.C.D.E. avec le reste du monde n'accuseront sans doute qu'une légère dégradation au cours de la période considérée.»

Les recettes d'exportation des pays non-membres de l'O.C.D.E. doivent,

**Chart III** Current accounts of the balance of payments: OECD countries  
**Graphique III** Balance des paiements courants : Pays de l'O.C.D.E.

Seasonally adjusted at annual rates Données désaisonnalisées, taux annuels



Source: OECD, chart prepared by the Bank of Canada

countries. The dip in the second 'J-curve'\* for the United States may be more than halved by the buoyant prices of agricultural exports. And Germany and Japan may – despite their effective revaluations – experience almost negligible terms of trade gains this year as a result of the rising prices of food and commodity imports. For the United Kingdom and Italy, on the other hand, commodity prices would be a factor tending to reinforce the worsening of the terms of trade resulting from effective devaluation."

Although there have been "encouraging movements towards equilibrium" in the current balances of both the United States and Japan in recent months, "in each case, special factors were at work – very strong agricultural exports by the United States and exceptional imports of primary products by Japan – and progress cannot be expected to continue at such rapid rates." For the year as a whole the U.S. deficit on current account is forecast to shrink from \$8 billion to about \$5½ billion† while the Japanese surplus is forecast to decline from over \$6½ billion to under \$5 billion.

"The small German current account surplus of 1972 may increase slightly this year . . . the underlying competitive strength and the buoyant demand for German exports, together with a new round of terms of trade effects, being sufficient to outweigh realignment effects on trade volumes and the widening deficit on invisibles." "There is likely to be a further sizeable negative swing year-to-year in the United Kingdom's balance." While most of this adverse shift has already occurred and exports are expected to grow rapidly (partly in response to the recent effective devaluation of sterling), the prospective pace of domestic expansion suggests that imports may rise equally rapidly. Italy's large current surplus may decline in 1973, in part due to the effect of strikes on exports in the first half of the year. However since relative export prices were favourable even before this year's effective devaluation, "the current surplus may soon increase." The current account surplus of France "could now increase somewhat for cyclical reasons". In the case of Canada, the "deficit is expected to remain

\*Editor's note: The 'J-curve' effect arises from the fact that a country's trade balance is likely to be initially worsened by a devaluation or improved by a revaluation from the price effects of the exchange rate change on its terms of trade. It is only as the volume of imports and exports responds, after some time lag, to changes in prices and profitability that the trade balance moves in the intended direction.

†Editor's note: Recently released U.S. data on the merchandise trade balance for the second quarter suggest that the improvement in the U.S. current account balance in 1973 foreseen by the OECD may be a conservative estimate.

selon les prévisions, s'inscrire en forte hausse, et il est probable qu'elles se traduisent «par une forte demande d'exportation en provenance de la zone de l'O.C.D.E., mais il se produira probablement un certain décalage avant que cette demande ne réponde pleinement». On s'attend par conséquent cette année à une certaine dégradation de la balance commerciale nette de la zone de l'O.C.D.E. avec les États producteurs de pétrole et avec d'autres pays en voie de développement. Toutefois, l'amélioration de la balance avec la zone sino-soviétique, attribuable aux ventes exceptionnelles de céréales effectuées au cours du premier semestre de l'année «pourrait suffire à faire apparaître une légère amélioration dans la balance avec le reste du monde dans son ensemble», après le recul considérable enregistré en 1972.

En ce qui concerne les perspectives d'évolution du commerce et des paiements courants des divers pays, l'étude souligne l'incertitude des prévisions et la difficulté de déterminer si la structure des taux de change mise sur pied en février-mars aura des effets analogues à ceux du réaligement de Washington\*. En outre, les taux de change eux-mêmes sont cause d'imprécision: en effet, les prévisions sont basées sur les taux en vigueur à la fin de mai, lesquels ont de nouveau subi de fortes fluctuations par la suite, comme il a été mentionné précédemment.

«Compte tenu des perspectives très dynamiques qui s'ouvrent aux échanges internationaux et du climat général d'inflation, on peut probablement escompter que, pour les pays à monnaie réévaluée, la quasi-totalité de la réévaluation sera répercutée dans le relèvement des prix exprimés en monnaie étrangère, tandis que, dans le cas des pays à monnaie dévaluée, les prix exprimés en monnaie nationale augmenteront peut-être dans une plus large mesure que précédemment. À cause de l'évolution des prix des produits de base, les effets des variations récentes des taux de change sur les termes de l'échange pourraient se trouver atténués, ou au contraire renforcés, dans certains pays. L'ampleur du fléchissement de la deuxième courbe en J‡ que l'on observera pour les États-Unis pourrait être réduite de plus de moitié par la fermeté des prix des exportations agricoles. D'autre part, l'Allemagne et le Japon pourraient n'enregistrer, en dépit de la réévaluation effective de leurs monnaies, qu'une progression presque négligeable de leurs termes de

\*N.D.L.R. : Dans l'étude de l'O.C.D.E., les données des balances courantes sont exprimées en dollars E.-U. et en D.T.S.; dans le présent article, elles le sont exclusivement en dollars E.-U.

‡N.D.L.R. : L'effet de la courbe en J consiste en ce que, au début, la balance commerciale d'un pays est affectée par une dévaluation de sa monnaie, ou au contraire améliorée par une réévaluation, du fait de l'incidence des variations du taux de change sur les termes de l'échange. Ce n'est qu'après un certain temps que le volume des importations et des exportations réagit à l'évolution des prix et de la rentabilité et que la balance commerciale s'oriente dans le sens désiré.

roughly unchanged through the forecast period; negative cyclical factors should be offset by strong foreign demand for Canadian agricultural and primary goods."

The report points out that "recent and prospective relative price developments together with the indications provided by the 1972 experience, suggest that, on a two to three year view, the outlook is for a much more favourable pattern of current account balances among major OECD countries [i.e., a pattern more conducive to a smooth functioning of the international payments system – Ed.]. In particular, it would seem reasonable to forecast that the United States balance will swing into moderate surplus, that the Japanese surplus may be brought below the government's medium-term aim of 1 per cent of GNP, and that Germany would be unlikely to have any significant surplus. It must, however, be expected that a situation of this kind will take time to emerge."

l'échange cette année, en raison de la hausse des prix à l'importation des produits alimentaires et des produits de base. Pour le Royaume-Uni et l'Italie, en revanche, les prix des produits de base seraient un facteur tendant à renforcer la dégradation des termes de l'échange provoquée par la dévaluation effective.»

Si les balances courantes des États-Unis et du Japon ont enregistré au cours des derniers mois «des évolutions encourageantes dans le sens de l'équilibre . . . dans l'un et l'autre cas, des facteurs spéciaux ont joué – très fortes exportations agricoles aux États-Unis et importations exceptionnelles de produits de base au Japon – et l'on ne peut s'attendre à voir ces progrès se poursuivre à de semblables cadences». On prévoit que, pour l'ensemble de l'année, le déficit des paiements courants des États-Unis passera de 8 milliards de dollars à environ 5.5 milliards, l'excédent du Japon de 6.5 milliards à moins de 5 milliards\*.

«Le faible excédent courant enregistré par l'Allemagne en 1972 pourrait augmenter légèrement cette année . . . la forte compétitivité foncière des exportations allemandes et la forte demande extérieure, jointes à une nouvelle série d'effets sur les termes de l'échange, suffisant à compenser les effets du réaligement sur le volume des échanges ainsi que l'aggravation du déficit des opérations invisibles . . . D'une année sur l'autre, la balance du Royaume-Uni va sans doute accuser de nouveau une ample variation négative.» Certes, cette évolution défavorable s'est déjà produite en majeure partie et les exportations devraient progresser rapidement (en réponse, notamment, à la récente dévaluation de fait de la livre), mais le rythme escompté d'expansion intérieure donne à penser que les importations s'accroîtront sans doute tout aussi rapidement. Le gros excédent des paiements courants de l'Italie pourrait se réduire en 1973 pour partie en raison des effets des grèves sur les exportations du premier semestre. Cependant, comme les prix relatifs des exportations étaient favorables même avant la dévaluation effective de cette année, «l'excédent courant ne tardera peut-être pas à augmenter». Le solde excédentaire des paiements courants de la France «pourrait à présent augmenter quelque peu, à la faveur des influences conjoncturelles». En ce qui concerne le Canada, «le déficit devrait rester à peu près inchangé tout au long de la période considérée, les influences conjoncturelles négatives étant contrebalancées par une forte demande extérieure de produits agricoles et de produits primaires canadiens».

\*N.D.L.R. : Les données publiées récemment sur l'évolution du commerce extérieur des États-Unis au deuxième trimestre donnent à penser que l'amélioration de la balance des paiements courants américains prévue par l'O.C.D.E. pour 1973 constitue peut-être une estimation prudente.

Les auteurs de l'étude soulignent que «à en juger par l'évolution récente et l'évolution prévisible des prix relatifs dont on a fait l'analyse plus haut et compte tenu des indications fournies par les résultats enregistrés en 1972, il semble que pour les deux ou trois années qui viennent, on puisse espérer une très nette amélioration de la configuration des balances courantes des grands pays de l'O.C.D.E. [c'est-à-dire une configuration plus favorable à un fonctionnement harmonieux du système monétaire international]. Il est permis de penser, en particulier, que la balance des États-Unis se renversera et deviendra légèrement excédentaire, que l'excédent du Japon pourra être ramené en-deçà de l'objectif à moyen terme de 1% du P.N.B., et que l'Allemagne n'enregistrera sans doute pas d'excédent appréciable. Il faut, néanmoins, prévoir qu'il s'écoulera un certain temps avant qu'une pareille situation ne s'établisse.»

## Record of press releases

*Major press statements issued by the Bank of Canada and selected other official releases of related interest are published below.*

### Bank of Canada 6 August 1973

The Bank of Canada announced tonight that the Bank Rate has been increased by  $\frac{1}{2}$  per cent to  $6\frac{3}{4}$  per cent effective August 7, 1973. The Bank Rate was set at  $6\frac{1}{4}$  per cent on June 11, 1973.

The Governor of the Bank of Canada, Mr. Gerald K. Bouey, said that this action had been taken in the light of recent financial developments both in Canada and abroad.

Mr. Bouey said that for several months the policy of the Bank of Canada has been directed towards moderating an unusually rapid growth of bank credit and money in Canada while still leaving ample scope for monetary growth adequate to support continued expansion of employment and output. A sufficient moderation, however, has not yet been achieved; the pace of bank lending and monetary expansion remains too high.

Despite a temporary slackening in June, statistics for the three-month period ending July show an increase in general bank loans at a seasonally-adjusted annual rate of 21 per cent. Private holdings of currency and demand deposits have risen at an annual rate of 16 per cent; private holdings of currency and bank deposits of all types at an annual rate of 13 per cent; and total holdings (including Government deposits) at an annual rate of 16 per cent.

Mr. Bouey also noted that further substantial increases had occurred in short-term interest rates in the United States and in a number of European countries in recent weeks. This had tended to put upward pressure on interest rate levels in Canada as it became increasingly attractive to invest funds abroad but correspondingly more expensive to raise funds abroad. Current levels of money market rates are in excess of 10 per cent in these countries, including the effective prime loan rates charged by banks to large borrowers and the rates paid on large fixed-term deposits. An unusually wide margin had developed between these high interest rates abroad and the much lower level of corresponding rates in Canada. This situation, taken in conjunction with the continuing very strong demand for bank credit in this country, has made an increase in the Bank Rate necessary if the rate of monetary expansion in Canada is to be held under reasonable control.

## Communiqués reproduits à titre documentaire

*On trouvera sous cette rubrique certains communiqués importants publiés par la Banque du Canada ou par d'autres organismes officiels.*

### Banque du Canada le 6 août 1973

La Banque du Canada a annoncé ce soir un relèvement de  $\frac{1}{2}$ % du taux d'escompte, qui passe à  $6\frac{3}{4}$ % à compter du 7 août 1973. Ce taux avait été fixé à  $6\frac{1}{4}$ % le 11 juin 1973.

Le Gouverneur de la Banque, M. Gerald K. Bouey, a précisé que cette décision avait été prise à la lumière de l'évolution financière récente au Canada et à l'étranger.

M. Bouey a déclaré que, depuis plusieurs mois, la politique de la Banque vise à modérer la croissance exceptionnellement rapide du crédit bancaire et de la monnaie au Canada, tout en permettant une croissance monétaire largement suffisante pour soutenir l'expansion continue de l'emploi et de la production. Le degré de modération n'est toutefois pas encore suffisant : la croissance du crédit bancaire et l'expansion monétaire restent trop rapides.

En dépit d'un ralentissement temporaire enregistré en juin, pour la période de trois mois se terminant en juillet les statistiques indiquent que les prêts généraux des banques ont augmenté à un taux annuel désaisonnalisé de 21%; la monnaie et les dépôts à vue du public, de 16%; la monnaie et tous les dépôts bancaires du public, de 13%; et l'ensemble de la monnaie hors banques et des dépôts bancaires, y compris ceux du gouvernement canadien, de 16%.

M. Bouey a ajouté que les taux d'intérêt à court terme aux États-Unis et dans un certain nombre de pays européens ont de nouveau accusé des hausses sensibles au cours des dernières semaines. Il en est résulté une tendance à la hausse des taux d'intérêt au Canada, étant donné qu'il devenait de plus en plus attrayant d'effectuer des placements à l'étranger et en même temps plus onéreux d'y obtenir du financement. Les taux d'intérêt sur les marchés monétaires, notamment les taux de base effectifs des prêts bancaires aux gros emprunteurs et l'intérêt versé sur les gros dépôts à terme, dépassent actuellement les 10% dans ces pays. Un écart exceptionnellement large est apparu entre le niveau élevé de ces taux d'intérêt à l'étranger et celui, sensiblement inférieur, des taux correspondants au Canada. Cet état de choses, conjugué à la vigueur persistante de la demande de crédit bancaire dans notre pays, a rendu nécessaire le relèvement du taux d'escompte afin que le rythme d'expansion monétaire au Canada soit maintenu dans des limites raisonnables.

### Cover: Nova Scotia mayflower penny

As early as 1823 Nova Scotia had a minor coinage of its own consisting of penny and halfpenny tokens. At first they bore the bust of George IV on the obverse and a Scottish thistle on the reverse. In 1840 a rather unflattering likeness of Queen Victoria appeared on the obverse but the thistle remained. A new issue designed by the noted English engraver Leonard Charles Wyon, was brought out in 1856 showing a very handsome head of Queen Victoria. The design on the reverse was also changed at this time. At the suggestion of John S. Thompson, father of the fifth prime minister of Canada, Sir John Thompson, the trailing arbutus or mayflower was selected. This plant, also known as ground laurel, had been chosen as the provincial flower of Nova Scotia the previous year. The resulting coin is considered one of the most beautiful coins ever issued for colonial use in the British Empire. The piece illustrated on the front cover is in the Numismatic Collection of the Bank of Canada. Photography by John Evans, Ottawa.

### Subscriptions

Canada and the United States: \$10.00 per annum; \$25.00 for three years. All other countries: \$12.00 per annum; \$30.00 for three years. Public Libraries, Libraries of the Government of Canada and of Canadian provincial and municipal Governments (including Crown corporations and agencies), Libraries of Canadian and foreign educational institutions: one half of the regular rate. Subscription rates include the cost of postage at third class rates in Canada and the United States, airtail for other countries. Reprints of articles are available in packages of ten copies at a price of \$1.00. Individual copies of the Review may be obtained at all Bank of Canada Agencies at a price of \$1.00 per copy. Remittances should be made payable to the Bank of Canada, collectable in Canadian currency.

Correspondence should be addressed to: Bank of Canada Review,  
Bank of Canada,  
Ottawa K1A 0G9,  
Canada

The content of the Review may be reproduced or referred to provided that the Bank of Canada Review, with its date, is specifically quoted as the source.

### Couverture: Penny «fleur de mai» de Nouvelle-Écosse

Dès 1823, la Nouvelle-Écosse frappa un nombre restreint de jetons d'un penny et d'un demi-penny. Ces pièces portaient à l'avant un buste de Georges IV et au revers un chardon écossais. Une autre série de pièces, émise en 1840, était ornée à l'avant d'un portrait peu flatteur de la reine Victoria, tandis que le revers restait à l'image du chardon. Une nouvelle émission eut lieu en 1856; conçues par le graveur anglais réputé Leonard Charles Wyon, ces pièces portaient à l'obvers une séduisante effigie de la Reine. Il fut décidé de modifier le revers par la même occasion. Sur proposition de John S. Thompson, père du cinquième Premier ministre du Canada, Sir John Thompson, une épigée rampante remplaça le chardon écossais. Cette plante, également connue sous le nom de fleur de mai, avait été choisie en 1855 comme emblème de la Nouvelle-Écosse. La pièce en question est considérée comme l'une des plus belles jamais émises pour une colonie de l'Empire britannique. L'exemplaire reproduit fait partie de la collection numismatique de la Banque du Canada. Photographie: John Evans, Ottawa.

### Abonnements

Canada et États-Unis: 1 an, \$10; 3 ans, \$25. Tous autres pays: 1 an, \$12; 3 ans, \$30. Bibliothèques publiques, bibliothèques du gouvernement canadien, des gouvernements provinciaux et municipaux du Canada (y compris celles des sociétés et agences de la Couronne), bibliothèques des établissements d'enseignement au Canada ou à l'étranger: demi-tarif pour les exemplaires expédiés sous un seul pli. L'abonnement comprend les frais de port, par courrier de troisième classe au Canada et aux États-Unis, par avion pour les autres pays. On pourra se procurer des tirés à part d'articles parus dans la Revue, au prix de \$1 le paquet de 10 exemplaires.

On pourra également se procurer des exemplaires de la Revue à toutes les agences de la Banque du Canada, au prix de \$1 chacun. Paiement à l'ordre de la Banque du Canada. Adresser toute correspondance à: La Revue de la Banque du Canada  
Banque du Canada  
Ottawa K1A 0G9  
Canada

Reproduction autorisée à condition que la source — Revue de la Banque du Canada — mois et année — soit formellement indiquée.

## Recent financial developments

The unusually rapid rate of expansion of the Canadian economy during the past autumn and winter brought levels of activity much closer to effective capacity limits. The rate of growth slowed in the second quarter from its earlier unsustainable pace but credit demands have continued to be very strong. Very large flows of credit have been forthcoming to meet these demands. Funds obtained by major non-financial borrowers amounted to \$9 billion in the first half of this year, some \$2 billion higher than in the first half of 1972. There were substantial increases in funds raised by business and in the flows of mortgage and consumer financing. All major types of financial institutions have shared in the rapid expansion of credit. Chartered bank lending has increased rapidly and, despite the fact that the Bank of Canada has maintained a policy of containing bank liquidity since the middle of 1971, the growth of bank loans and mortgages has been such that monetary aggregates have continued to rise at unusually high rates.

The international context in which Canadian financial developments evolved is unusual in that economic activity has been rising rapidly at the same time in virtually all the industrial countries. This expansion has been accompanied by a general intensification of price pressures, accentuated by the unprecedented boom in world prices of food and primary raw materials.\* In a number of countries strenuous efforts are being made to contain the rapid pace of monetary expansion in the face of very strong demands for credit. In these circumstances, interest rates have risen very rapidly to high levels in the United States and Europe.

In the United States, short-term market rates of interest reached typical levels of more than 10 per cent in August compared with around 5½ per cent at the end of last year and commercial bank prime lending rates to large borrowers rose to levels that are comparable when account is taken of the widespread practice of requiring that minimum deposit balances be held against loans. The Federal Reserve System's discount

\*See articles on commodity prices, economic developments in Canada and in OECD countries in the June, July and August issues of the Bank of Canada Review.

## L'évolution récente de la situation financière

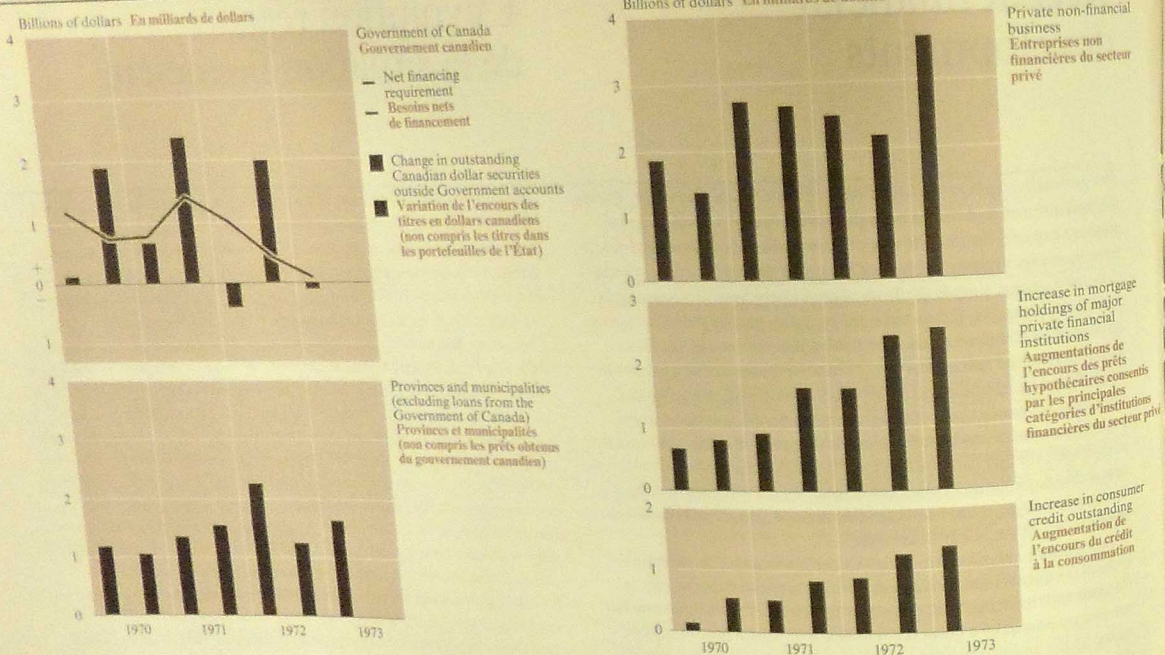
Par suite de l'expansion exceptionnelle enregistrée à l'automne et à l'hiver derniers, l'économie canadienne s'est considérablement rapprochée des limites de l'appareil de production. La croissance de l'économie, qui avait atteint un rythme insoutenable, a ralenti au second trimestre; toutefois, la demande de crédit a continué d'être très forte et il s'est trouvé d'amples capitaux pour la satisfaire. Les concours obtenus par les principales catégories d'agents économiques autres que les institutions financières se sont chiffrés à 9 milliards de dollars au premier semestre de cette année, soit à environ 2 milliards de plus qu'au cours de la période correspondante de 1972. Les fonds obtenus par les entreprises, les concours hypothécaires et les prêts à la consommation ont marqué une progression notable. Toutes les principales catégories d'institutions financières ont participé à cette expansion rapide du crédit. Les prêts bancaires se sont vivement accrus et, en dépit de la politique de compression de liquidités bancaires menée par la Banque du Canada depuis le milieu de 1971, l'expansion du crédit octroyé par les banques, y compris de leurs prêts hypothécaires, a été telle que les agrégats monétaires ont continué d'accuser des taux de croissance exceptionnellement élevés.

L'évolution financière survenue au Canada s'inscrit dans un contexte international très particulier, en ce sens que l'activité économique a pris en même temps un grand essor dans presque tous les pays industrialisés. Cette expansion s'est accompagnée d'une accentuation générale de la pression des prix, aggravée par un renchérissement sans précédent des produits alimentaires et des matières premières sur les marchés mondiaux\*. Un certain nombre de pays où la demande de crédit est très vive s'efforcent énergiquement de juguler le rythme rapide de l'expansion monétaire. C'est dans ce climat que s'est produite aux États-Unis et en Europe une hausse très rapide des taux d'intérêt.

Aux États-Unis, le loyer de l'argent à court terme a dépassé les 10% en août, contre 5½% à la fin de 1972; le taux préférentiel des prêts bancaires de montant élevé a atteint dans ce pays des niveaux comparables, compte tenu

\*Voir les articles sur les prix des matières premières, l'évolution économique au Canada et dans les pays de l'O.C.D.E., livraisons de juin, juillet et août de la Revue de la Banque du Canada.

Chart I Funds raised by major non-financial borrowers  
Graphique I Financement obtenu par les principaux agents économiques non financiers



rates have been increased this year in seven steps from 4½ per cent to the 7½ per cent level established in mid-August. In Europe, bank lending rates and other short-term interest rates also rose to unusually high levels; for example, the three-month Euro-dollar rate stood at over 11 per cent during August, while comparable rates in Britain and Germany ranged from 13 per cent to 15 per cent.

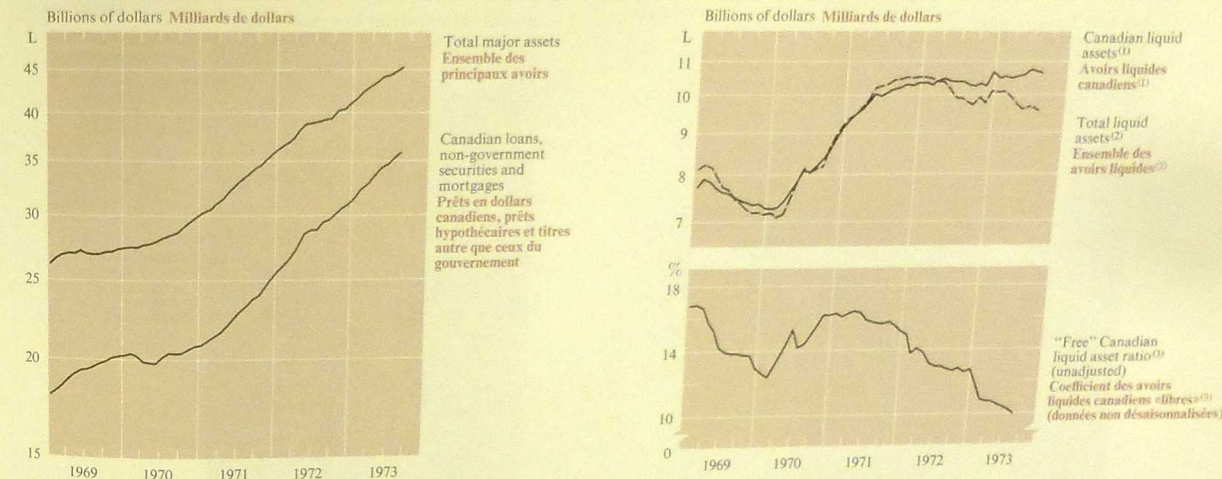
The strength of credit demands, as well as the sharp increases in short-term interest rates abroad since the beginning of 1972, led to the emergence of general pressure on short-term Canadian interest rates around

de l'obligation souvent faite aux bénéficiaires de maintenir une certaine somme en compte. Le taux d'escompte du Système de réserve fédérale, qui était de 4½% au début de cette année, a été relevé à sept reprises depuis et porté à 7½%, à la mi-août. En Europe, le taux des prêts bancaires et les autres taux d'intérêt à court terme ont également atteint des niveaux exceptionnellement élevés: par exemple, le taux de l'eurodollar à trois mois était supérieur à 11%, en août tandis qu'en Grande-Bretagne et en Allemagne les taux similaires se situaient entre 13 et 15%.

La vigueur de la demande de crédit, ainsi que l'envolée du loyer de l'argent

Chart II Chartered bank assets and liquidity  
Graphique II Avoirs et liquidités des banques à charte

Seasonally adjusted - average of Wednesdays Données désaisonnalisées - Moyennes des mercredis



(1) Canadian liquid assets include cash, Government of Canada securities, day-to-day loans and call loans.  
(2) Total liquid assets include Canadian liquid assets and net foreign assets.  
(3) Ratio of Canadian liquid assets in excess of primary and secondary reserve requirements to total major assets.

(1) Les avoirs liquides canadiens comprennent l'encaisse, les titres du gouvernement canadien, les prêts au jour le jour et les prêts à vue sur titres.  
(2) L'ensemble des avoirs liquides comprend les avoirs liquides canadiens et les avoirs nets en monnaies étrangères.  
(3) Rapport: Avoirs liquides canadiens moins réserves-encaisse et réserves secondaires/ Ensemble des principaux avoirs.

the end of the first quarter. On 9 April the Bank Rate was raised to 5¼ per cent from 4¾ per cent where it had been since October 1971. Despite continued rapid monetary expansion, short-term market interest rates continued to rise in succeeding months. The Bank Rate was increased in four further steps of ½ per cent to the 7¼ per cent level established on 13 September.\* The chartered banks raised their prime lending rates as well as key rates paid on their deposits. Between April and mid-September, prime lending rates were raised from 6 per cent to 9 per cent. In mid-May the banks introduced a dual lending rate structure under which the base lending rates applicable to smaller business and farm

\*See text of press statement issued 12 September 1973, on page 25 of this Review.

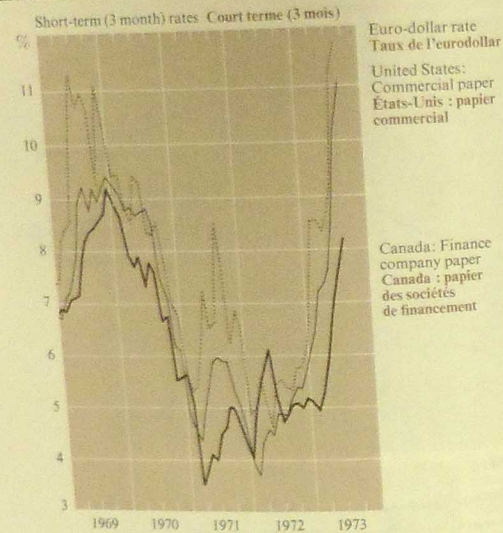
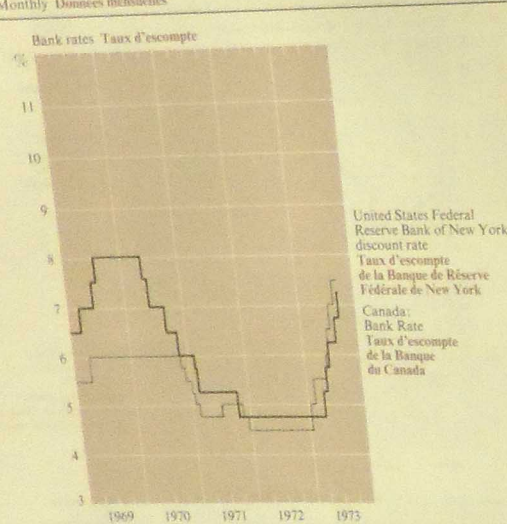
à court terme amorcée à l'étranger au début de 1972, s'est traduite par une pression généralisée sur les taux d'intérêt à court terme au Canada vers la fin du premier trimestre. Le 9 avril, le taux d'escompte, fixé depuis octobre 1971 à 4¾%, a été porté à 5¼%. La rapidité et la persistance de l'expansion monétaire n'ont pas empêché la hausse des taux d'intérêt à court terme sur le marché de se poursuivre au cours des mois suivants. Le taux d'escompte a été relevé par quatre fois de ½% et porté ainsi à 7¼% au 13 septembre\*. Les banques à charte ont majoré leur taux de base ainsi que leurs principaux taux d'intérêt créditeur. D'avril à la mi-septembre, le taux de base est passé de 6 à 9%. À la mi-mai, les banques ont adopté un nouveau barème de taux

\*Le texte du communiqué du 12 septembre 1973 est reproduit à la page 25 de ce numéro de la Revue.



Chart III Interest rates: international comparisons  
Graphique III Taux d'intérêt: Comparaison avec l'étranger

Monthly Données mensuelles



loans were distinguished from the prime rates for larger loans. The base rates applicable to smaller loans typically stood  $\frac{1}{4}$  per cent to  $\frac{1}{2}$  per cent below the prime lending rates until mid-September when increases of  $\frac{1}{4}$  per cent in the prime lending rates were accompanied by increases of  $\frac{1}{4}$  per cent in the smaller loan base rates. Changes in deposit rates included those subject to the so-called "Winnipeg Agreement", that is to say, deposits of \$100,000 or more for terms up to 364 days; the maximum rate permitted on these deposits in accordance with the Agreement entered into by chartered banks was raised to  $8\frac{1}{2}$  per cent by mid-September, compared with the  $5\frac{1}{2}$  per cent ceiling that had been in effect from June 1972 to April 1973.

The increases in Canadian short-term interest rates have been considerably smaller than have occurred in the United States and Europe with the result that short-term rates in Canada have been unusually low

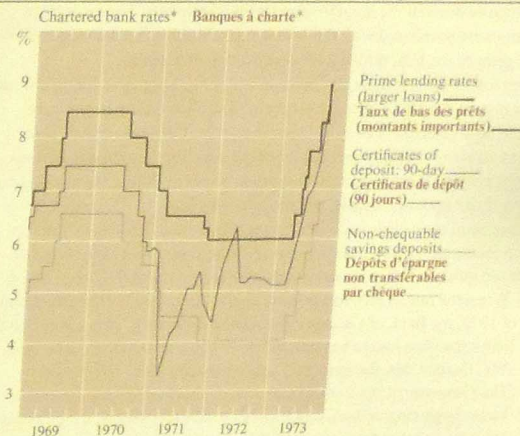
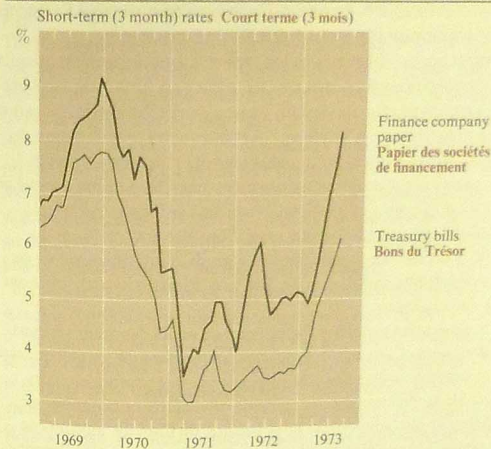
d'intérêt débiteur comportant un taux de base réservé aux prêts aux petites entreprises ou aux agriculteurs et un autre applicable aux prêts de gros montant. Jusqu'à la mi-septembre, les prêts relativement peu élevés étaient assez généralement de  $\frac{1}{4}$  à  $\frac{1}{2}$  % moins chers que les gros concours; à cette époque, le taux de base applicable à ces derniers a été relevé de  $\frac{3}{4}$  % et celui des prêts aux petites entreprises ou aux agriculteurs de  $\frac{1}{4}$  %. Quant aux taux d'intérêt créditeur, mentionnons que l'intérêt maximum payable sur les dépôts régis par la convention inter-banques dite de Winnipeg, soit les dépôts de 100,000 dollars ou plus à terme de moins de 365 jours, a été porté à  $8\frac{1}{2}$  % à la mi-septembre, alors qu'un plafond de  $5\frac{1}{2}$  % avait été en vigueur de juin 1972 à avril 1973.

La hausse du loyer de l'argent à court terme a été bien moins accusée au Canada qu'aux États-Unis et en Europe, de sorte que ce taux a été exceptionnellement bas dans notre pays comparativement à son niveau sur les

Chart IV Interest rates  
Graphique IV Taux d'intérêt

Monthly Données mensuelles

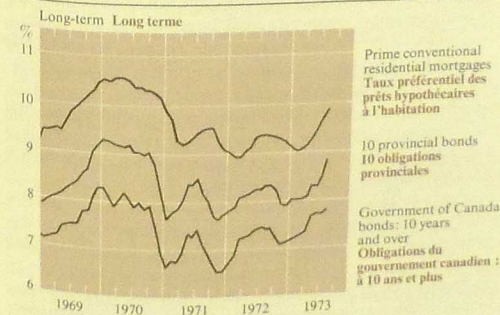
Canada Canada



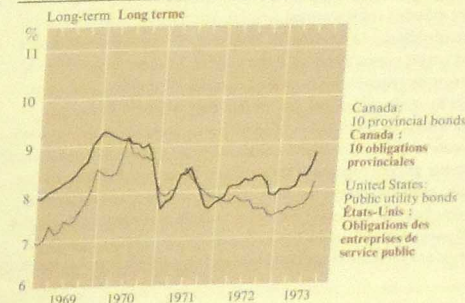
\*Last plots show rates effective in mid-September.

\*Le dernier segment représente le taux en vigueur à la mi-septembre.

Canada Canada



Canada-U.S. comparison Comparaison Canada-États-Unis



relative to those in the main foreign financial markets. These developments were associated with the emergence of a substantial discount on the price of the U.S. dollar for future delivery in Canada.

Interest rates on long-term Government bonds began to edge up around the turn of the year and rose sharply in May but since then they have been little changed. Yields on other long-term Canadian bonds were very stable in the first four months of the year but they have since risen appreciably. Mortgage rates continued to decline during the first quarter but then began to increase, particularly after May. In the United States, long-term rates on issues by borrowers other than the Treasury moved up moderately until the latter part of the second quarter but then rose more quickly. U.S. mortgage rates have shown much the same pattern.

When the rate of increase in bank loans accelerated in the early months of 1973, the Bank of Canada conducted its policies in such a way that the loan expansion had to be financed in part by a reduction in bank liquidity. Despite this, the monetary aggregates continued to rise rapidly. The Governor of the Bank of Canada, in discussions with the chartered banks beginning in April and through public statements, has emphasized the need to bring down the rate of credit and monetary growth from the unusually high rates that were being recorded. At the same time, however, he stressed that the central bank would continue to provide ample scope for credit growth to support continued economic expansion. The banks were asked to resist unusual requests from foreign corporations or foreign subsidiaries in Canada for funds for use abroad or to replace funds that would normally be obtained abroad, in order to give priority to credit-worthy requests for funds to be used for Canadian purposes. The banks have also given assurances that they will continue to pay particular attention to the needs of small businesses, which do not have ready access to alternative sources of funds, and to applications for credit in the slower growth regions of the country. In mid-September, the banks also gave assurances that they would endeavour to maintain a reasonable flow of residential mortgage loans. Some moderation in the over-all pace of bank lending has been evident since May, though the annual rate of increase in general loans in July and August was still high.

principaux marchés financiers étrangers. Cette évolution est liée à l'existence d'un déport important sur le prix du dollar É.-U. à terme.

Le taux d'intérêt sur les obligations à long terme du gouvernement canadien a amorcé vers la fin de l'année une hausse lente qui s'est fortement accélérée en mai; il n'a que très peu fluctué depuis. Le rendement des autres obligations canadiennes à long terme, très stable au cours des quatre premiers mois de l'année, s'est considérablement accru par la suite. Quant aux taux hypothécaires, ils ont continué de fléchir au premier trimestre, puis ont entamé un mouvement de hausse qui s'est particulièrement accentué à partir de juin. Aux États-Unis, l'argent à long terme, exception faite des émissions du Trésor fédéral, a accusé une hausse, modérée pendant une bonne partie du deuxième trimestre, plus rapide ensuite. Les taux d'intérêt hypothécaire ont eu une évolution analogue.

La croissance des prêts bancaires s'accélérait au cours des premiers mois de 1973, la Banque du Canada a orienté sa politique dans un sens tel que cette expansion du crédit a dû être financée en partie par une compression des liquidités bancaires. Néanmoins, les agrégats monétaires ont continué de croître rapidement. Le Gouverneur de la Banque du Canada, au cours de conversations qu'il a eues avec les dirigeants des banques à charte à partir d'avril et à l'occasion de déclarations publiques, a mis l'accent sur la nécessité d'infléchir les taux de croissance exceptionnellement élevés de la monnaie et du crédit. Il a précisé en même temps, toutefois, que la banque centrale continuerait de permettre une croissance du crédit largement suffisante pour soutenir l'expansion ininterrompue de l'économie. Les banques ont été priées de ne pas accéder aux demandes exceptionnelles de prêt présentées par des sociétés étrangères ou par des filiales canadiennes de sociétés étrangères désireuses de disposer de capitaux destinés à être employés à l'étranger ou à remplacer des concours normalement obtenus dans d'autres pays, afin de pouvoir satisfaire en priorité les demandes valables de fonds devant servir à financer des dépenses utiles à l'économie nationale. Elles ont également donné l'assurance qu'elles continueront de consacrer une attention spéciale aux besoins des petites entreprises qui n'ont pas aisément accès à d'autres sources de financement ainsi qu'aux demandes émanant de clients des régions du pays où l'activité économique accuse un certain retard. À la mi-septembre, les banques ont de plus assuré qu'elles s'efforceraient de maintenir à un niveau raisonnable le volume de leurs prêts hypothécaires à l'habitation. Le rythme global d'expansion du crédit bancaire s'est légèrement ralenti depuis mai, encore que le taux annuel de croissance des prêts généraux soit resté élevé en juillet et en août.

### Financing by major borrowers

The total amount of financing obtained by all major non-financial borrowers in the first half of 1973 was substantially higher than in the first half of 1972, though it was not greatly different than in the second half of last year. The increase from the first six months of 1972 reflected the much larger amount of funds raised by each of the major groups of private borrowers. Compared with the second half of 1972, however, an increase in borrowing by the private sector, particularly business, as well as some increase in the funds obtained by provincial and municipal governments, was largely offset by the pronounced change in the financing undertaken by the federal Government.

In the first six months of 1973, federal Government securities outstanding (outside Government accounts) declined slightly, in contrast to the second half of 1972 when there was an increase of \$2 billion. As shown in Appendix Table I, this swing resulted primarily from changes in the amount of Canada Savings Bonds outstanding, which typically decline in the first half of a year after rising during the annual campaign in the autumn. In addition, there was some net decline in the amount of Canadian dollar marketable bonds outstanding. More recently, only one half of the \$350 million of bonds maturing on 1 July was refunded. Government cash balances were drawn down by just under \$200 million during the first six months of this year, reflecting both the decrease in debt outstanding and small net financing requirements which continued to decline from the high level in 1971.

In the business sector, spending on new plant and equipment has strengthened markedly this year and there was also a sharp buildup of inventories in the first quarter. Although corporate profits have been buoyant, businesses have raised funds on a substantial scale. The total amount of funds raised by private non-financial business, after declining somewhat from the first half of 1972 to the second half, rose by nearly \$1½ billion to reach \$3.7 billion in the first six months of this year. Although there is normally some seasonal strength in business borrowing during the first half of the year, this increase was very substantial. More than one half of the funds raised by businesses came from the chartered banks (see Appendix Table II). In addition there was a strong resurgence in the amount of funds raised in short-term paper markets as well as a further increase in borrowing from sales finance companies. On the other hand, net new issues of long-term debt in Canada by businesses declined to a level close to that in the first half of 1972.

### Le financement des principales catégories d'agents économiques

L'ensemble des concours obtenus par les principales catégories d'agents économiques non financiers a été sensiblement plus élevé au cours du premier semestre de 1973 que pendant la période correspondante de 1972, mais du même ordre qu'au cours du second semestre de cette même année. La progression par rapport aux six premiers mois de 1972 témoigne du vif accroissement des concours obtenus par chacune des principales catégories d'agents économiques du secteur privé. Toutefois, si on établit un parallèle entre le premier semestre de 1973 et le second semestre de 1972, on remarque que le gonflement du financement accordé au secteur privé — en particulier aux entreprises — et une partie de l'accroissement des concours aux administrations provinciales et municipales ont été dans une large mesure compensés par une diminution marquée des emprunts du gouvernement canadien.

Au cours des six premiers mois de 1973, l'encours des titres du gouvernement canadien (non compris les titres détenus dans les portefeuilles de ce dernier) a légèrement diminué alors que, durant la seconde moitié de 1972, il avait augmenté de 2 milliards de dollars. Comme l'indique le Tableau I de l'Annexe, ce revirement tient principalement à l'évolution de l'encours des Obligations d'épargne du Canada, qui diminue en règle générale au premier semestre de chaque année après la hausse résultant de la campagne de l'automne précédent. L'encours des obligations négociables libellées en monnaie canadienne a également quelque peu baissé. Plus récemment, des 350 millions de dollars d'obligations échues au 1<sup>er</sup> juillet, une moitié seulement ont été refinancés. Les dépôts du gouvernement ont diminué d'un peu moins de 200 millions de dollars au cours du premier semestre de cette année, ce qui s'explique par la réduction de la dette publique et par le faible montant des besoins nets de financement qui ont continué de fléchir depuis 1971, année où ils avaient atteint un niveau élevé.

Du côté des entreprises, on note cette année un renforcement marqué des investissements en biens d'équipement neufs. Au premier trimestre, il y a eu un fort accroissement des stocks. Malgré l'ampleur de leurs marges bénéficiaires, les sociétés ont eu largement recours au financement externe. Les concours obtenus par les entreprises non financières du secteur privé, qui, dans l'ensemble, s'étaient quelque peu contractés du premier au second semestre de 1972, ont marqué une expansion de près de 1,5 milliard de dollars au cours des six premiers mois de l'année en cours, atteignant ainsi 3,7 milliards. Le financement externe des entreprises, qui enregistre habituellement un certain renforcement saisonnier au premier semestre de l'année, s'est

Table 1  
Tableau 1

Financing by major non-financial borrowers  
Financement obtenu par les principales catégories d'agents économiques non financiers

	Billions of dollars En milliards de dollars					
	1970	1971	1972	1972	1972	1973
	1970	1971	1972	I	II	I
<b>FUNDS RAISED</b>						
Private non-financial business	3.2	5.3	4.6	2.5	2.2	3.7
Consumers	0.7	1.4	2.2	0.9	1.3	1.4
Mortgage borrowers <sup>(1)</sup>	1.5	2.5	4.0	1.6	2.4	2.5
Provinces and municipalities <sup>(2)</sup>	2.2	2.9	3.5	2.3	1.2	1.6
Sub-total	7.6	12.1	14.3	7.3	7.1	9.2
Government of Canada	2.0	3.0	1.6	-0.4	2.0	-0.1
Total	9.6	15.1	15.9	6.9	9.0	9.0
<b>SOURCES OF FUNDS</b>						
Bank of Canada	0.2	0.6	0.6	0.3	0.3	0.4
Chartered banks						
Loans and mortgages	1.0	4.0	4.9	3.0	1.8	3.7
Acquisitions of securities	1.8	1.4	0.1	-0.2	0.3	-0.1
Other financial institutions						
Loans and mortgages	1.4	2.2	4.0	1.6	2.4	2.8
Acquisitions of securities	1.5	2.9	2.7	1.4	1.3	1.4
Other residents <sup>(3)</sup>	2.3	3.0	1.7	-0.3	1.9	0.2
Non-residents	1.4	1.1	2.1	1.1	1.0	0.6
Total sources of funds	9.6	15.1	15.9	6.9	9.0	9.0

<sup>(1)</sup> Excludes net mortgage lending by governments and their agencies, notably CMHC, which is reflected in the financing requirements of the respective governments.

<sup>(2)</sup> Includes government enterprises. Loans from the Government of Canada are excluded.

<sup>(3)</sup> Includes provincial and municipal securities purchased with Canada and Quebec Pension Plan funds.

<sup>(1)</sup> Non compris l'augmentation des prêts hypothécaires consentis par les gouvernements et leurs organismes (notamment la S.C.H.L.), qui figure dans les besoins de financement des administrations intéressées.

<sup>(2)</sup> Y compris les entreprises. Sont exclus les prêts obtenus du gouvernement canadien.

<sup>(3)</sup> Y compris les titres des provinces et des municipalités achetés par le Régime de pensions du Canada et le Régime de rentes du Québec.

Outlays on new housing, seasonally adjusted, rose sharply in the second quarter of this year, after decreasing slightly during the winter from the high level reached last fall. The persistence during the second quarter of a large flow of mortgage loan approvals for new housing, at rates well above those prevailing last year, points to a continued high level of residential construction activity into the second half of this year. In addition, the market for existing housing has been strong, adding to the demand for mortgage funds.

révélé, cette année-ci, très considérable. Les banques à charte en ont fourni plus de la moitié (voir Tableau II de l'Annexe). De plus, le volume du papier à court terme a marqué une vive reprise, tandis que les emprunts auprès des sociétés de financement continuaient également de croître. Par contre, le montant net de titres à long terme émis au Canada a fléchi pour se situer à un niveau proche de celui du premier semestre de 1972.

Après avoir légèrement régressé au cours de l'hiver par rapport au niveau élevé atteint l'automne dernier, le chiffre désaisonnalisé des dépenses en

Net investment in mortgages by the major financial institutions, which had risen very sharply in the second half of last year, increased further in the first half of 1973 to a level nearly \$1 billion higher than a year earlier. As can be seen in Appendix Table III, net mortgage investment by trust and mortgage loan companies (including mortgage companies associated with chartered banks) continued to increase, accounting for almost 45 per cent of the total, while the net volume of mortgage funds supplied by the chartered banks was much the same as in the second half of 1972. Real estate investment trusts, which began operations in 1972, considerably expanded their mortgage lending. Altogether, the mortgage portfolios of the major lenders increased at annual rates of over 20 per cent in each of the two most recent half years. Over the twelve months to June, the trust and mortgage loan companies added to their mortgage holdings at a significantly faster rate (25 per cent) than in the previous twelve months, while there was an increase of about 40 per cent in the mortgage holdings of the chartered banks.

The growth of consumer expenditure on automobiles and other durable goods in 1973, which was exceptionally rapid in the first quarter, has been accompanied by a further large flow of consumer credit. On a seasonally adjusted basis, the amount of consumer credit outstanding rose at an annual rate of over 20 per cent in the first half of the year, compared with 17 per cent during 1972. The chartered banks continued to increase their share of the total outstanding and by June 1973 accounted for over one half.

Although borrowing by provincial and municipal governments and their enterprises in the first half of this year was \$0.4 billion higher than in the second half of 1972, it was considerably lower than in the first six months of last year when there apparently was a temporary increase in the sector's holdings of financial assets. The increase in financing compared with the second half of 1972 largely reflected a substantial swing, partly seasonal, in municipal borrowing from the chartered banks. The amount of funds raised in the long-term domestic capital market declined and recourse to foreign bond markets was also down, particularly when compared with the first half of 1972.

In total, the substantial increase in financing by non-financial borrowers other than the federal Government in the first half of this year was accommodated entirely by the financial institutions. Funds raised on domestic security markets remained close to the amount raised in the second half of last year (see Appendix Table V). In addition to the

construction de logements s'est vivement accru au deuxième trimestre de cette année. La persistance au cours de cette même période d'un important volume - d'ailleurs bien supérieur à celui de l'an dernier - d'approbations de prêts hypothécaires à la construction d'habitations laisse prévoir que l'activité devrait rester intense dans ce secteur au second semestre. De plus, le marché des maisons existantes a été actif, ce qui a renforcé la demande de crédit hypothécaire.

Les placements hypothécaires des principales institutions financières qui, en termes nets, s'étaient fortement accrus au cours du deuxième semestre de l'an dernier ont de nouveau progressé au premier semestre de 1973, dépassant de près de un milliard de dollars le niveau atteint un an plus tôt. Comme on peut le constater au Tableau III de l'Annexe, les placements hypothécaires nets des sociétés de fiducie ou de prêt hypothécaire (y compris des sociétés de prêt hypothécaire liées à des banques à charte) ont continué d'augmenter et représentaient environ 45% des portefeuilles hypothécaires des grandes institutions financières; par contre, ceux des banques à charte n'ont guère varié depuis le deuxième semestre de 1972. Les fonds de placement immobilier, entrés en activité en 1972, ont considérablement accru leurs portefeuilles hypothécaires. Dans l'ensemble, ceux des principales catégories de prêteurs ont augmenté à un taux annuel de plus de 20% au cours de chacun des deux derniers semestres. Sur les douze mois se terminant en juin, les sociétés de fiducie ou de prêt hypothécaire ont augmenté leurs placements en hypothèques à un rythme beaucoup plus rapide (25%) qu'au cours des douze mois antérieurs, tandis que ceux des banques à charte progressaient de quelque 40%.

La progression des dépenses des ménages en automobiles et autres biens durables en 1973, exceptionnellement vive au cours du premier trimestre, est allée de pair avec une nouvelle expansion du crédit à la consommation dont l'encours, après correction des variations saisonnières, s'est accru à un taux annuel d'environ 20% au premier semestre de cette année, contre 17% en 1972. Les banques à charte ont continué à augmenter leur part du marché des prêts à la consommation et en avaient conquis en juin 1973 plus de la moitié.

Si les emprunts des administrations provinciales et municipales ainsi que de leurs entreprises ont, au premier semestre de l'année en cours, dépassé de 400 millions de dollars le montant atteint pendant les six derniers mois de l'an passé, ils ont été par contre nettement inférieurs à ceux de la période correspondante de 1972, au cours de laquelle elles avaient apparemment procédé à un accroissement temporaire de leurs portefeuilles d'avoirs financiers. L'aug-

funds obtained by non-financial borrowers, banks and other financial institutions raised over \$400 million through the sale of longer-term debt in the domestic market in the first half of this year, only \$125 million less than in 1972 as a whole.

### Financial institutions

The increased lending activity of the banks and other deposit-taking institutions was reflected in a somewhat more rapid rate of growth in the major assets of each of the major groups during the first half of 1973 than in the previous six months or, indeed, in 1972 as a whole (see Table II). Among such institutions, the growth of trust and mortgage loan companies showed the most marked acceleration compared with

mentation observée par rapport au second semestre de 1972 s'explique dans une large mesure par une forte variation, due partiellement à des facteurs saisonniers, des emprunts des administrations municipales auprès des banques à charte. Le financement obtenu sur le marché canadien des capitaux à long terme et sur les marchés obligataires étrangers a diminué, surtout par rapport aux chiffres du premier semestre de 1972.

Dans l'ensemble, l'augmentation considérable du financement des agents économiques non financiers, gouvernement canadien exclu, a été assurée exclusivement par les institutions financières. Le montant des concours obtenus sur les marchés de valeurs au Canada s'est maintenu à un niveau proche de celui du second semestre de l'année dernière (voir Tableau V de l'Annexe). Au financement obtenu par les secteurs non financiers s'ajoute celui que les

Table II  
Tableau II Major assets of selected financial institutions  
Principaux avoirs de certaines catégories d'institutions financières

	Billions of dollars December 1972 En milliards de dollars décembre 1972		Percentage increase Augmentation annuelle en % December to December De décembre à décembre			Annual rates, seasonally adjusted unless otherwise indicated Taux annuels, données désaisonnalisées, sauf indication contraire		
			1970	1971	1972	December 1971 to June 1972 De décembre 1971 à juin 1972	June 1972 to December 1972 De juin 1972 à décembre 1972	December 1972 to June 1973 De décembre 1972 à juin 1973
			1970	1971	1972			
Deposit-taking institutions								
Chartered banks <sup>(1)</sup>	41.4		9	19	15	19	12	17
Quebec savings bank (consolidated)	0.7		8	13	10	11	10	13
Trust and mortgage loan companies Caisse d'épargne et caisses populaires	12.7		14	13	16	16	15	22
	6.7		12	22	27	30	24	29
Sub-total	61.4		11	18	16	19	14	20
Contractual savings institutions								
Life insurance companies (consolidated)	17.2x		4	7	10x	8x	11x	11x
Pension funds (consolidated)	13.7x		11	12	11x	11x	11x	11x
Sub-total	30.9x		7	9	10x	9x	11x	11x
Sales finance and consumer loan companies	5.9		-3	5	13	13	14	19x
TOTAL	98.2x		8	14	14x	16x	13x	17x

Note: Annual rates of growth in this table and elsewhere in the article are compounded.

<sup>(1)</sup> Major Canadian dollar assets plus net foreign currency assets, average of Wednesdays.

Note: Les taux annuels de croissance mentionnés dans ce tableau et ailleurs dans l'article sont cumulatifs.

<sup>(1)</sup> Principaux avoirs en dollars canadiens, plus les avoirs nets en monnaies étrangères; moyenne des mercredi.

1972 as a whole while it is estimated that the credit unions and caisses populaires continued to experience above average rates of growth. Sales finance and consumer loan companies recorded a further quickening in their pace of expansion and life insurance companies maintained the more rapid growth that became apparent in 1972. Pension funds expanded at much the same pace as in recent years.

As was the case during 1972, the growth of the chartered banks this year has been accounted for entirely by an increase in their loans, mortgages and other less liquid investments (see Table III). Holdings of Canadian liquid assets were little changed in the first eight months of the year and the banks drew heavily on foreign sources of funds, especially during the second quarter of the year. In addition, they ran down their portfolios of other short-term investments (not included in the conventional definitions of liquid assets) in the first quarter of this year, although there was subsequently some re-building. The decline over the period as a whole is reflected in the further slowing in the growth of the banks' total holdings of provincial, municipal and corporate securities, which include short-term paper.

As has been noted, chartered bank lending continued to expand rapidly

banques et les autres institutions financières se sont procuré par le placement sur le marché canadien, au premier semestre de cette année, de titres à moyen ou à long terme totalisant plus de 400 millions de dollars, soit seulement 125 millions de moins que pendant toute l'année 1972.

### Les institutions financières

L'augmentation des prêts consentis par les banques et les autres établissements de dépôt s'est traduite par une légère accélération de la croissance des principaux avoirs de chacune des grandes catégories d'institutions financières au premier semestre de 1973 par rapport au semestre précédent ou même à l'ensemble de l'année 1972 (voir Tableau II). Comparativement à 1972, ce sont les sociétés de fiducie ou de prêt hypothécaire qui ont marqué les progrès les plus sensibles, tandis que les caisses populaires et les credit unions, selon des estimations, continuaient d'enregistrer des taux de croissance supérieurs à la moyenne. Les sociétés de financement ou de prêt à la consommation ont vu leur rythme de croissance s'accélérer encore davantage; les compagnies d'assurance-vie ont conservé le taux d'expansion élevé atteint en 1972. Quant aux caisses de retraite, elles ont maintenu le rythme de progression des dernières années.

Table III  
Tableau III Selected banking and monetary statistics  
Quelques statistiques bancaires et monétaires

	Average of Wednesdays Moyenne des mercredi		Percentage change Variation en %					
	Billions of dollars June 1973 En milliards de dollars juin 1973		December to December De décembre à décembre		Annual rates, seasonally adjusted Taux annuels, données désaisonnalisées			
			1971 1971	1972 1972	December 1972 to August 1973 De décembre 1972 à août 1973	December 1972 to June 1973 De décembre 1972 à juin 1973	March 1973 to August 1973 De mars 1973 à août 1973	
Total liquid assets	9.6		15	-3	-8	-6	-12	-7
Canadian liquid assets	10.7		14	4		-8	12	-4
Loans, mortgages and other investments	34.8		21	23	25	28	25	23
Canadian dollar loans	28.4		16	22	26	29	25	22
General loans	26.4		20	21	27	29	27	27
Residential mortgages	3.8		56	47	35	48	20	40
Provincial, municipal and corporate securities	2.4		42	10	5	-9	15	14
Total major assets	44.4		19	15	17	20	14	15
Currency and Canadian dollar deposits	43.8		15	16	14	17	9	18
Privately-held Currency and demand deposits	13.2		18	13	16	12	16	19

Ensemble des avoirs liquides  
Avoirs liquides canadiens  
Prêts, hypothèques et autres placements  
Prêts en dollars canadiens  
Prêts généraux  
Prêts hypothécaires à l'habitation  
Titres des provinces, des municipalités et des sociétés  
Ensemble des principaux avoirs  
Monnaie hors banque et dépôts en dollars canadiens  
Part détenue par le public  
Monnaie hors banque et dépôts à vue

this year. Taking the first eight months as a whole, general loans increased at an annual rate of 27 per cent, well above the high growth rate recorded during 1972. There has been evidence of some moderation in the rate of growth in recent months from the very high rates that prevailed in the first five months of the year, although the marked slowing in June was followed by increases of over 20 per cent at annual rates in July and August. It should also be noted that the outstanding amount of commercial paper and bankers' acceptances declined from the end of June to the end of August following strong increases during the previous six months. Although the banks' mortgage holdings have grown somewhat less rapidly this year than in 1972 in percentage terms, additions to portfolios in dollar volume were slightly higher than in the corresponding eight-month period a year earlier.

Business loans, which comprise almost 60 per cent of general loans, increased at about the same pace as in 1972 during the first seven months of 1973 as a whole. Although there was a much slower rate of growth in June and July, weekly information on total general loans indicates that there was a substantial increase in business loans in August. The appreciable quickening in the rate of growth of such loans in the first quarter of this year was broadly spread among manufacturing industries and there was also a sharper than usual rise in loans to merchandisers, apparently associated with an accumulation of inventories.\* In the second quarter, loans to the industrial sector rose more slowly. Loans to "other" business, including real estate developers, continued on the strongly rising trend evident for over two years; in June of this year they were 30 per cent higher than a year earlier.

Business loan authorizations (over \$100,000) rose in the first half of 1973 at a 16 per cent annual rate, slightly less rapidly than in the previous half-year (see Chart V). The percentage of authorized lines of credit utilized advanced further to 51 per cent in June compared with 46 per cent two years earlier. The upward trend in large authorizations (\$5 million and over) has continued about in line with that in the second half of last year. Loans outstanding under these lines of credit rose very strongly in the first five months of the year, but showed no further growth on balance from May to July. Authorizations in the \$1 million to \$5 million bracket increased more rapidly after April than in the early part of the year, while the rate of expansion of smaller lines of credit eased somewhat from the over 20 per cent rate of growth in the three

\*See Table 11, page 540 of this Review for a quarterly classification of business loans.

Comme en 1972, la croissance des banques à charte cette année traduit intégralement la progression de leurs prêts, concours hypothécaires et autres avoirs de seconde liquidité (voir Tableau III). Leurs portefeuilles d'avoirs liquides canadiens n'ont guère varié au cours des huit premiers mois de 1973, pendant lesquels les banques ont eu fortement recours aux sources de fonds à l'étranger, surtout au deuxième trimestre. Elles ont en outre réduit au premier trimestre leurs portefeuilles d'autres avoirs à court terme (non compris dans la définition usuelle des avoirs liquides), mais les ont quelque peu regarnis par la suite. Sur l'ensemble de la période, cette contraction des portefeuilles d'autres placements à court terme s'est traduite par un nouveau ralentissement de la croissance des avoirs bancaires en titres des provinces, des municipalités et des sociétés, qui comprennent notamment du papier à court terme.

Comme nous l'avons déjà mentionné, le crédit bancaire a continué de connaître une expansion rapide cette année. Ainsi, sur l'ensemble des huit premiers mois, les prêts généraux ont progressé à un taux annuel de 27%, soit à un rythme bien supérieur à celui, déjà élevé, de 1972. Caractérisée par une cadence très rapide au cours des cinq premiers mois de l'année, la croissance des prêts bancaires s'est quelque peu modérée au cours des récents mois, encore que le ralentissement marqué survenu en juin ait été suivi en juillet et en août d'une expansion qui s'est chiffrée en taux annuel à plus de 20%. Il convient également de noter que l'encours du papier commercial et des acceptations bancaires, qui avait enregistré une vive progression au cours des six mois antérieurs, s'est inscrit en baisse de fin juin à fin août. Si la progression du crédit hypothécaire octroyé par les banques a été, en pourcentage, moins rapide pendant les huit premiers mois de cette année que durant la période correspondante de 1972, en chiffres absolus, par contre, elle a été légèrement supérieure.

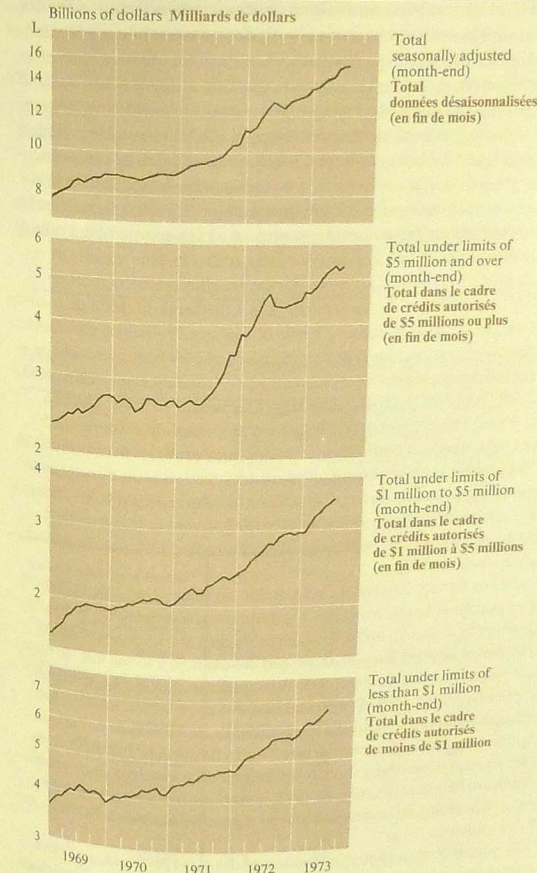
Les prêts aux entreprises, qui constituent environ 60% des prêts généraux, se sont accrus, sur l'ensemble des sept premiers mois de 1973, à un rythme à peu près égal à celui de 1972. Si les mois de juin et de juillet ont été marqués par une décélération sensible, il ressort des données hebdomadaires sur l'ensemble des prêts généraux que les prêts aux entreprises ont accusé une nette progression en août. La plupart des secteurs manufacturiers ont bénéficié de l'accélération marquée de ces prêts au premier trimestre de l'année, période où les prêts aux entreprises de distribution ont également enregistré une augmentation exceptionnelle, liée apparemment à une accumulation des stocks\*. Les concours à l'industrie ont accusé un certain ralentissement au

\*Le lecteur trouvera au Tableau 11, page 540 de la présente livraison de la Revue, une ventilation trimestrielle des prêts aux entreprises.

Chart V Chartered bank business loans and authorizations  
Graphique V Banques à charte : prêts et autorisations de crédit aux entreprises

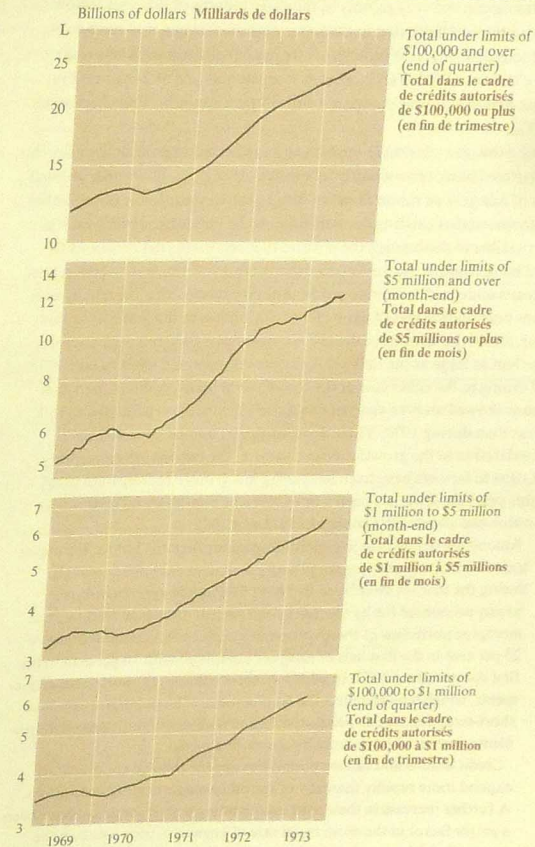
Loans outstanding  
Encours des prêts

Not seasonally adjusted, unless otherwise indicated  
Données non désaisonnalisées, sauf indication contraire



Authorizations  
Autorisations de crédits

Not seasonally adjusted  
Données non désaisonnalisées



quarters ending in March. Loans outstanding under limits of less than \$5 million increased very rapidly in the early months of this year following a pronounced flattening in the latter part of last year, and have continued to rise strongly. Within this category, small business loans (under lines of less than \$100,000) increased at an annual rate of 24 per cent in the first half of this year compared with 17 per cent in the first six months of 1972.

During the past year there appears to have been an easing in the growth of chartered bank term lending to business, that is, loans with an original term of one year or more. Some of the growth in these loans has reflected the conversion of existing demand loans to formal term credits and it is not possible to distinguish the portion that represents net additions to total bank lending. According to the available information, which relates to loans under authorizations of \$1 million or more, the increase in term loans outstanding was of the order of \$¼ billion in the first half of this year, about the same as in the last six months of 1972 but only about one half as large as the half-yearly increases from mid-1971 to mid-1972.

Turning to the other components of general loans, ordinary personal loans showed an even sharper rise during the first seven months of this year than during 1972. There does, however, appear to have been a moderation in the growth of these loans in the two months since May. Loans to farmers have been increasing much more rapidly than usual this year; the same has been true of loans to non-financial institutions which had shown little change in 1971 and 1972.

Among the deposit-taking institutions other than the banks, the major assets of the trust and mortgage loan companies expanded strongly during the first six months of the year. The 22 per cent growth was largely accounted for by the quickened pace of mortgage lending. The mortgage portfolios of these companies increased at an annual rate of 25 per cent in the first half of this year compared with 16 per cent in the first six months of 1972. In addition, their holdings of short-term investments, which tend to reflect the employment of large interest-sensitive short-term deposits as well as the seasonal nature of mortgage disbursements, increased on balance by about 20 per cent.

Credit unions and caisses populaires appear to have continued to expand more rapidly than any of the other major lending institutions. A further increase in their consumer lending activity seems to have been a major factor in the more rapid rate of growth of their assets in the first half of this year than in the previous six months. The estimated net

deuxième trimestre. Les prêts aux «autres entreprises», catégorie qui comprend aussi les promoteurs immobiliers, ont conservé l'orientation fortement ascendante qui les caractérise depuis plus de deux ans; en juin, ils dépassaient de 30% le niveau atteint un an plus tôt.

Les autorisations de prêts aux entreprises (dans le cadre de crédit de 100,000 dollars ou plus) ont progressé à un taux annuel de 16%, au premier semestre de 1973, soit à un rythme légèrement inférieur à celui du semestre précédent (voir Graphique V). Le pourcentage d'utilisation des lignes de crédit a de nouveau grimpé pour se chiffrer à 51% en juin, contre 46% deux ans plus tôt. La masse des autorisations de très gros montant (5 millions de dollars ou plus) a affiché une tendance ascendante plus ou moins comparable à celle du second semestre de 1972. L'encours des prêts accordés dans le cadre de ces lignes de crédit s'est fortement accru durant les cinq premiers mois de l'année, mais a plafonné de mai à juillet. Les ouvertures de crédit de 1 million à 5 millions de dollars ont accusé à partir de mai une croissance plus rapide que pendant les premiers mois de l'année, alors que les lignes de crédit de montant inférieur voyaient ralentir leur taux de croissance qui s'était établi à plus de 20% au cours des trois trimestres se terminant en mars. Quant à l'encours des prêts consentis dans le cadre d'autorisations de moins de 5 millions de dollars, qui avait nettement plafonné durant les derniers mois de 1972, il a augmenté très vivement au cours des premiers mois de cette année et continue sur sa lancée depuis. Rattachés à la même catégorie, les prêts aux petites entreprises (prêts de moins de \$100,000) se sont accrues à un taux annuel de 24% au premier semestre de l'année, contre 17% pour la période correspondante de 1972.

Au cours de l'année écoulée, il s'est produit, semble-t-il, un ralentissement de la croissance des prêts bancaires à terme aux entreprises, c'est-à-dire des prêts consentis à un an ou plus. Une partie de cet accroissement reflète le remplacement de prêts à vue existants par des avances à terme fixe, de sorte qu'il n'est pas possible de déterminer dans quelle mesure il est attribuable à l'octroi de nouveaux prêts. D'après les données disponibles, relatives aux crédits accordés dans le cadre d'autorisations de un million de dollars ou plus, l'encours des prêts à terme se serait accru de quelque 250 millions de dollars au premier semestre de cette année, soit d'un montant assez semblable à celui des six derniers mois de 1972, mais n'équivalant approximativement qu'à la moitié des augmentations semestrielles observées du milieu de 1971 au milieu de 1972.

En ce qui concerne les autres composantes des prêts généraux, signalons que les prêts personnels ordinaires ont augmenté encore davantage au cours

flow of mortgage lending, although somewhat lower than in the second half of last year, remained well above the level of the first six months.

Sales finance and consumer loan companies are estimated to have added substantially to their holdings of business receivables during the first half of this year. In addition, the consumer credit balances of these companies increased quite strongly, especially in the early part of the year. Roughly one half of the growth in assets in the first half of the year was financed in the short-term paper market; in addition, the companies added to their longer-term debt.

The asset growth of the deposit-taking institutions had as its counterpart a further strong rise in the general public's holdings of claims on

des sept premiers mois de cette année qu'en 1972. Leur croissance semble toutefois s'être atténuée en juin et en juillet. La progression des prêts aux agriculteurs a été exceptionnellement rapide cette année; il en a été de même des prêts aux entreprises non financières, qui avaient peu varié en 1971 et en 1972.

Passons maintenant aux institutions de dépôt autres que les banques. Les principaux avoirs des sociétés de fiducie ou de prêt hypothécaire ont enregistré au premier semestre de l'année une forte progression, de l'ordre de 22%, imputable pour une bonne part à l'accélération de la croissance des portefeuilles hypothécaires. Ceux-ci ont crû à un taux annuel de 25% au premier semestre, contre 16% pendant la période correspondante de 1972.

Table IV  
Tableau IVGeneral public holdings of currency and liabilities of deposit-taking institutions\*  
Monnaie en circulation et engagements envers le public des institutions de dépôt\*

	Billions of dollars December 1972 En milliards de dollars Décembre 1972		Percentage change Variation en % December to December De décembre à décembre			Annual rates of change, seasonally adjusted unless otherwise indicated Taux annuel de variation; désaisonnalisé, sauf indication contraire	
	1970 1970	1971 1971	1972 1972	December 1972 to June 1973 De décembre 1972 à juin 1973		December 1972 to August 1973 De décembre 1972 à août 1973	
				1970 1970	1971 1971		
Currency and demand deposits	12.9	5	18	13	14	16	Monnaie en circulation et dépôts à vue
Other chequeable deposits:							Autres dépôts transférables par chèque:
At chartered banks	6.6	-7	8	9	8	9	Dans les banques à charte
At other institutions	4.0	15	19	30	23 <sup>(1)</sup>		Dans les autres institutions
Sub-total	23.5	3	15	15	14 <sup>(1)</sup>		Total partiel
Non-chequeable savings accounts:							Dépôts d'épargne non transférables par chèque:
At chartered banks	8.9	19	18	6	3	4	Dans les banques à charte
At other institutions	4.1	10	10	15	14 <sup>(1)</sup>		Dans les autres institutions
Sub-total	13.0	16	15	9	6 <sup>(1)</sup>		Total partiel
Fixed-term liabilities:						23	Engagements à terme fixe:
At chartered banks	12.5	27	14	32	22	45	Dans les banques à charte
Personal	5.2	25	-8	26	9	8	particuliers
Non-personal	7.3	31	39	37	27 <sup>(1)</sup>		autres clients
At other institutions	10.8	16	17	18	24 <sup>(1)</sup>		Dans les autres institutions
Sub-total	23.2	22	15	25	24 <sup>(1)</sup>		Total partiel
TOTAL	59.8	12	15	17	16 <sup>(1)</sup>		TOTAL

\* Includes chartered banks, trust and mortgage loan companies, credit unions and caisses populaires and the Quebec savings bank. Data for June 1973 are estimated except for banks and the Quebec savings bank.

<sup>(1)</sup> Deposits of credit unions and caisses populaires are not seasonally adjusted.

\* Comprendant les banques à charte, les sociétés de fiducie ou de prêt hypothécaire, les caisses populaires et crédit unions ainsi que la banque d'épargne opérant au Québec. Sauf en ce qui concerne les banques à charte et la banque d'épargne québécoise, les données de juin 1973 sont des estimations.

<sup>(1)</sup> Les données relatives aux dépôts dans les caisses populaires et crédit unions ne sont pas désaisonnalisées.

these institutions, as shown in Table IV. Growth of the public's holdings of currency and demand deposits continued to be very rapid in the first eight months as a whole, although on a month-to-month basis there were quite wide fluctuations. Other chequable deposits, at the banks and other institutions, grew at a slightly slower rate than last year; this has also been true of non-chequable savings deposits, particularly at the banks. On the other hand, there has been a marked acceleration in the rate of growth of personal fixed term deposits at the chartered banks as well as a faster increase in the public's holdings of the term liabilities of the other deposit-taking institutions. Non-personal fixed term deposits at the chartered banks, which are generally booked in large amounts for short periods, rose quite strongly in the early part of the year but have since declined slightly.

De plus, les avoirs à court terme de ces institutions, dont le niveau tend à refléter les mouvements de gros dépôts à court terme sensibles aux fluctuations des taux d'intérêt et les variations saisonnières des fonds hypothécaires effectivement versés, ont marqué dans l'ensemble une avance d'environ 20%.

Les caisses populaires et les credit unions ont continué de progresser plus rapidement que toutes les autres principales catégories d'établissements de prêt. La croissance accélérée des avoirs de ces institutions au premier semestre de cette année par rapport au semestre précédent est due en grande partie, semble-t-il, à un nouvel essor de leurs crédits à la consommation. Selon des estimations, si le volume net des concours hypothécaires s'est quelque peu contracté par rapport au deuxième semestre de l'an dernier, il est resté néanmoins bien supérieur à celui du semestre correspondant de 1972.

Toujours selon des estimations, les sociétés de financement ou de prêt à la consommation ont considérablement renforcé leurs portefeuilles de créances commerciales au premier semestre de 1973. L'encours de leurs crédits à la consommation a également enregistré une nette augmentation, particulièrement au début de l'année. Au premier semestre, la progression de ces avoirs a été financée jusqu'à concurrence de la moitié environ par l'émission de papier à court terme; les sociétés ont en outre accru leurs engagements à moyen et à long terme.

La croissance de l'actif des institutions de dépôt trouve sa contrepartie dans la forte avance qu'ont de nouveau enregistrée leurs engagements envers le public, comme on peut le constater au Tableau IV. L'expansion de la monnaie en circulation et des dépôts à vue du public a continué d'être très rapide sur l'ensemble des huit premiers mois de l'année, tout en accusant des fluctuations importantes d'un mois à l'autre. Les autres dépôts bancaires et non bancaires avec droit de tirage par chèques se sont accrus à un rythme légèrement moins rapide que l'an dernier, comme d'ailleurs les dépôts d'épargne non transférables par chèques, particulièrement les dépôts de cette espèce placés dans les banques. Par contre, il s'est produit une accélération marquée du taux de croissance des dépôts personnels à terme dans les banques à charte et une augmentation plus rapide des créances à terme du public sur les autres institutions de dépôt. Les dépôts bancaires non personnels à terme, généralement constitués de gros montants placés pour de courtes périodes, ont assez vivement progressé au début de l'année, mais ont légèrement fléchi depuis.

Appendix Table I  
Annexe - Tableau IMajor sources of financing: federal, provincial and municipal governments and their enterprises  
Principales sources de financement des administrations publiques et de leurs entreprises

	Millions of dollars		En millions de dollars			
	1970 1970	1971 1971	1972 1972	1972 1972	1973 1973	1973 1973
				I I	II II	I I
<b>GOVERNMENT OF CANADA</b>						
Increase in securities outside Government accounts:						
Treasury bills	720	189	332	66	266	263
Canadian dollar market bonds	558	277	32	-103	135	-65
Canada Savings Bonds	714	2,519	1,194	-366	1,560	-308
Total <sup>(1)</sup>	1,992	2,985	1,558	-403	1,961	-110
Reduction (+) in Canadian dollar cash balances	-85	-823	-127	1,414	-1,541	185
Net financing requirement	1,907	2,162	1,431	1,011	420	75
<b>PROVINCIAL AND MUNICIPAL GOVERNMENTS</b>						
Increase in outstanding bonds:						
Purchased with Canada Pension Plan funds	863	915	954	520	434	588
Other Canadian dollar bonds <sup>(2)</sup>	1,019	1,695	1,454	715	739	506
Foreign currency bonds	358	274	912	546	366	315
Increase in loans from:						
Chartered banks	-36	-37	106	381	-275	206
Government of Canada (including CMHC)	248	368	420	181	239	221
Increase in treasury bills and short-term paper outstanding	25	29	74	118	-44	17
Total <sup>(3)</sup>	2,477	3,244	3,920	2,461	1,459	1,853

Note: To obtain a total of combined federal, provincial and municipal financing without double counting, loans from the Government of Canada to the provinces and municipalities shown above would have to be eliminated, as well as changes in provincial and municipal holdings of Government of Canada securities.

<sup>(1)</sup>Excludes net foreign currency issues of the Government of Canada.

<sup>(2)</sup>Includes purchases of provincial and municipal securities with Quebec Pension Plan funds; such purchases totalled \$252 million in 1972.

<sup>(3)</sup>To the extent that it has not been possible to identify purchases by provincial government accounts of provincial or municipal securities, the total of provincial and municipal financing is overstated.

Note: Pour établir le montant net, c'est-à-dire sans doubles emplois, du financement obtenu par l'ensemble du secteur public, il faudrait éliminer des données ci-dessus les variations des portefeuilles des provinces et des municipalités en titres du gouvernement canadien.

<sup>(1)</sup>Non compris les émissions nettes de titres en monnaies étrangères du gouvernement canadien.

<sup>(2)</sup>Y compris les acquisitions, par le Régime de rentes du Québec, de titres de cette province et de municipalités pour un montant de 252 millions de dollars en 1972.

<sup>(3)</sup>Dans la mesure où il n'a pas été possible de recenser toutes les acquisitions de titres des provinces et des municipalités par les provinces, ce montant est légèrement surestimé.

Appendix Table II  
Annexe - Tableau II

Major sources of funds raised by private non-financial business  
Principales sources de financement des entreprises non financières du secteur privé

20

	Millions of dollars En millions de dollars					
	1970 1970	1971 1971	1972 1972	1972 1972	1973 1973	1973 1973
			I	II	I	
			I	II	I	
<b>NET NEW ISSUES</b>	<b>ÉMISSIONS NETTES</b>					
Bonds	Obligations					
Canadian dollar	984	1,376	959	417	542	425
Foreign currency	364	96	1	-60	61	53
Stocks	Actions					
Canadian dollar	285	297	385	276	109	91
Foreign currency	19	10	12	8	4	12
Commercial paper	180	288	-111	-125	14	440
Bankers' acceptances	221	9	-13	-98	85	87
Total	2,053	2,076	1,233	418	815	1,108
<b>INCREASES IN LOANS</b>	<b>AUGMENTATION DES EMPRUNTS</b>					
Chartered banks <sup>(1)</sup>	407	2,036	2,297	1,453	844	1,880
Sales finance companies	-174	279	359	147	212	280
Industrial Development Bank	69	54	79	32	47	58
Total	302	2,369	2,735	1,632	1,103	2,218
<b>DIRECT INVESTMENT FROM ABROAD</b>	<b>INVESTISSEMENTS DIRECTS DES NON-RESIDENTS</b>					
	835	880	680	430	250	325
<b>TOTAL FUNDS RAISED</b>	<b>3,190</b>	<b>5,325</b>	<b>4,648</b>	<b>2,480</b>	<b>2,168</b>	<b>3,651</b>
	<b>ENSEMBLE DES FINANCEMENTS</b>					

<sup>(1)</sup> Total business loans excluding provincially-guaranteed loans to utilities, plus foreign currency loans to residents.

<sup>(1)</sup> Ensemble des prêts aux entreprises (non compris les prêts consentis sous la garantie d'une province à des entreprises de service public) et des prêts en monnaies étrangères à des résidents.

Appendix Table III  
Annexe - Tableau III

Increase in the mortgage holdings of the major private financial institutions  
Augmentation de l'encours des prêts hypothécaires accordés par les principales catégories d'institutions financières du secteur privé

21

	Millions of dollars En millions de dollars					
	1970 1970	1971 1971	1972 1972	1972 1972	1973 1973	1973 1973
			I	II	I	
			I	II	I	
Trust and mortgage loan companies <sup>(1)</sup>	905	935	1,572	586	986	1,084
Chartered banks	132	851	1,086	503	583	545
Life insurance companies	148	133	325	90	235	210
Credit unions and caisses populaires <sup>(2)</sup>	116	302	732	284	448	325
Pension funds	155	164	157	82	75	110
Mutual funds	22	116	73	44	29	40
Real estate investment trusts			25		25	180
Other financial institutions <sup>(3)</sup>	48	32	33	12	21	8
Total	1,526	2,533	4,003	1,601	2,402	2,502
Increase in the mortgage holdings of CMHC	502	618	484	241	243	150
	Augmentation de l'encours des prêts de la S.C.H.L.					

Note: Chartered bank data are for residential mortgages; data for other institutions are for all mortgages.

Note: Les données des banques à charte concernent les prêts hypothécaires à l'habitation; celles des autres institutions, toutes les catégories de prêts hypothécaires.

<sup>(1)</sup> Includes mortgage loan companies associated with chartered banks.

<sup>(1)</sup> Comprend les sociétés de prêts hypothécaires liées à des banques à charte.

<sup>(2)</sup> Includes local and central credit unions and caisses populaires.

<sup>(2)</sup> Comprend les institutions locales et leurs centrales.

<sup>(3)</sup> Includes the Quebec savings bank, mutual and fraternal benefit societies and fire and casualty insurance companies.

<sup>(3)</sup> Comprend une banque régie par la Loi sur les banques d'épargne du Québec et les associations fraternelles ou de secours mutuel, ainsi que les compagnies d'assurance-incendie ou d'assurance-accidents.



Appendix Table IV  
Annexe - Tableau IV

Major sources of increase in consumer credit outstanding  
Augmentation de l'encours du crédit à la consommation par catégories de prêteurs

	Millions of dollars En millions de dollars					
	1970	1971	1972	1972	1973	
	1970	1971	1972	I	II	I
Chartered banks (unsecured personal loans)	506	1,114	1,367	692	675	1,105
Sales finance and consumer loan companies	-80	-48	292	144	148	169
Credit unions and caisses populaires	92	197	310	158	152	190E
Life insurance companies (policy loans)	99	25	16	7	9	17
Other <sup>(1)</sup>	70	96	199	-92	291	-115E
<b>Total</b>	<b>687</b>	<b>1,384</b>	<b>2,184</b>	<b>909</b>	<b>1,275</b>	<b>1,366E</b>

<sup>(1)</sup> Includes credit extended by the Quebec savings bank, department stores, furniture and appliance dealers, public utility companies and through the use of oil company and other credit cards.

<sup>(2)</sup> Comprend une banque d'épargne opérant au Québec, les grands magasins, les magasins de meubles et d'appareils ménagers, les entreprises de services d'utilité publique, ainsi que (mais uniquement en ce qui concerne le crédit distribué au moyen de leurs cartes de crédit) les sociétés pétrolières et certains autres émetteurs de cartes de ce genre.

Appendix Table V  
Annexe - Tableau V

Types and sources of financing by major non-financial borrowers  
Forme et provenance du financement des principaux agents économiques non financiers

TYPES OF INSTRUMENT	Millions of dollars En millions de dollars					
	1970	1971	1972	1972	1973	
	1970	1971	1972	I	II	I
<b>FORME</b>						
Mortgage and other loans from financial institutions	1,009	3,964	4,856	3,029	1,827	3,736
Banks	905	935	1,572	586	986	1,084E
Trust and mortgage loan companies						
Sales finance and consumer loan companies	-254	231	651	291	360	449E
Credit unions and caisses populaires	208	499	1,042	442	600	515E
Life insurance companies	247	158	341E	97E	244E	227E
Other <sup>(1)</sup>	292	369	372E	174	198E	401E
Sub-total	2,407	6,156	8,834E	4,619E	4,215E	6,412E
Net new Canadian dollar marketable issues <sup>(2)(3)</sup>						
Treasury bills and short-term paper	1,099	522	306	-32	338	824
Bonds	2,561	3,348	2,445	1,029	1,416	866
Stocks	285	297	385	276	109	91
Sub-total	3,945	4,167	3,136	1,273	1,863	1,781
Net new foreign currency issues						
Short-term paper	-47	-7	-24	-7	-17	-17
Bonds <sup>(4)</sup>	722	370	913	486	427	368
Stocks	19	10	12	8	4	12
Sub-total	788	373	901	487	414	363
Canada Savings Bonds	714	2,519	1,194	-366	1,560	-308
Provincial and municipal securities	863	915	954	520	434	588
Direct investment from abroad	835	880	680	430	250	325
All other <sup>(5)</sup>	72	93	194	-96	290	-120E
<b>Total</b>	<b>9,624</b>	<b>15,103</b>	<b>15,893E</b>	<b>6,867E</b>	<b>9,026E</b>	<b>9,041E</b>
<b>SOURCES OF FUNDS</b>						
Bank of Canada acquisition of securities	183	571	587	282	305	418
Chartered banks:						
Loans	1,009	3,964	4,856	3,029	1,827	3,736
Acquisition of securities	1,783	1,359	64	-232	296	-133
Other domestic financial institutions:						
Loans	1,398	2,192	3,978E	1,590E	2,388E	2,773E
Acquisition of securities	1,550	2,929	2,086E	1,382E	1,304E	1,358E
Canada Pension Plan	863	915	954	520	434	588
Direct borrowing from the non-financial public <sup>(6)</sup> (residual)	1,485	2,047	697E	-796E	1,493E	-343E
Borrowing from non-residents <sup>(6)</sup>	1,354	1,126	2,071	1,092	979	644
<b>Total</b>	<b>9,624</b>	<b>15,103</b>	<b>15,893E</b>	<b>6,867E</b>	<b>9,026E</b>	<b>9,041E</b>
<b>PROVENANCE</b>						
Achats de titres par la Banque du Canada						
Banques à charte:						
Prêts						
Achats de titres						
Autres institutions financières canadiennes:						
Prêts						
Achats de titres						
Régime de pensions du Canada						
Financement direct obtenu des autres résidents <sup>(7)</sup> (calculé par différence)						
Financement obtenu des non-résidents <sup>(8)</sup>						
<b>Total</b>						

<sup>(1)</sup> Includes loans from the Quebec savings bank, mutual funds, mutual and fraternal benefit societies, pension funds, fire and casualty insurance companies, real estate investment trusts and the Industrial Development Bank.  
<sup>(2)</sup> Includes provincial savings bonds.  
<sup>(3)</sup> Excludes purchases of provincial and municipal securities with Quebec Pension Plan funds.  
<sup>(4)</sup> Excludes net foreign currency issues of the Government of Canada.  
<sup>(5)</sup> Consumer credit extended by some retailers, public utilities and through the use of oil company and other credit cards.  
<sup>(6)</sup> Includes both foreign currency and Canadian dollar securities acquired by non-residents as well as direct investment from abroad.

<sup>(1)</sup> Comprend une banque régie par la Loi sur les banques d'épargne du Québec, les fonds mutuels, les associations fraternelles ou de secours mutuel, les caisses de retraite, les compagnies d'assurance-incendie ou d'assurance-accidents, les fonds de placement immobilier et la Banque d'Expansion Industrielle.  
<sup>(2)</sup> Y compris les obligations d'épargne des provinces.  
<sup>(3)</sup> Y compris les titres de la province et des municipalités achetées avec des fonds provenant du Régime de pensions du Québec.  
<sup>(4)</sup> Non compris les émissions nettes de titres en monnaies étrangères transférées du gouvernement canadien.  
<sup>(5)</sup> C'est-à-dire le crédit à la consommation distribué par certains détaillants et par des entreprises de service public, ainsi que par les compagnies pétrolières et d'autres sociétés au moyen de leurs cartes de crédit.  
<sup>(6)</sup> Comprend les titres libellés en dollars canadiens et en monnaies étrangères achetées par des non-résidents, ainsi que les investissements directs des non-résidents.

## Record of press releases

*Major press statements issued by the Bank of Canada and selected other official releases of related interest are published below.*

### Bank of Canada 12 September 1973

The Bank of Canada announced tonight that the Bank Rate has been increased by  $\frac{1}{2}$  per cent to  $7\frac{1}{4}$  per cent effective September 13, 1973. The Bank Rate was set at  $6\frac{3}{4}$  per cent on August 7, 1973.

The Governor of the Bank of Canada, Mr. Gerald K. Bouey, said that this action had been made necessary by the pressures in financial markets which had led to further increases in short-term interest rates, including those announced earlier today by the chartered banks.

The Governor said that the upward pressure on Canadian short-term interest rates has come not only from the strong demand for credit in Canada but also from the much higher levels of short-term interest rates in many other countries which, like Canada, have been experiencing rapid growth in employment and output, heavy credit demands and extraordinarily large price increases. In the United States interest rates being paid by banks on short-term deposits have recently been 10 to 11 per cent, in the Euro-dollar market they have been 11 to 12 per cent, and in Britain and Germany they have been even higher. The extent to which short-term interest rates in Canada can be maintained at lower levels than rates in other major countries is limited by the fact that Canadian financial markets are closely interconnected with financial markets abroad, and substantial interest rate differentials therefore tend to generate international flows of funds which add to the pressure of demand in domestic credit markets and in the foreign exchange market.

The Governor emphasized that the policy of the Bank of Canada continued to be directed towards moderating the unusually rapid growth of bank credit and money in Canada while still leaving ample scope for monetary growth adequate to support continued expansion of employment and output. He welcomed assurances given by the chartered banks that in addition to the special consideration they were continuing to give to the credit needs of small businesses and of borrowers in the slower growth regions of the country, they would endeavour to maintain a reasonable flow of residential mortgage loans.

## Communiqués reproduits à titre documentaire

*On trouvera sous cette rubrique certains communiqués importants publiés par la Banque du Canada ou par d'autres organismes officiels.*

### Banque du Canada le 12 septembre 1973

La Banque du Canada a annoncé ce soir un relèvement de  $\frac{1}{2}$ % du taux d'escompte, qui passe à  $7\frac{1}{4}$ % à compter du 13 septembre 1973. Ce taux avait été fixé à  $6\frac{3}{4}$ % le 7 août 1973.

Le Gouverneur de la Banque, M. Gerald K. Bouey, a déclaré que cette décision était devenue nécessaire par suite des pressions sur les marchés financiers, lesquelles ont provoqué de nouvelles hausses des taux d'intérêt à court terme, notamment celles que les banques à charte ont annoncées aujourd'hui.

Le Gouverneur a ajouté que la pression à la hausse sur le loyer de l'argent à court terme est attribuable non seulement à la forte demande de crédit au Canada, mais également au fait que le niveau des taux d'intérêt à court terme est beaucoup plus élevé dans nombre d'autres pays caractérisés comme le nôtre par un rythme rapide de croissance de l'emploi et de la production, une forte demande de crédit et une flambée exceptionnelle des prix. Les taux d'intérêt versés sur les dépôts à court terme ont été récemment de l'ordre de 10 à 11% aux États-Unis, de 11 à 12% sur le marché de l'eurodollar et plus élevés encore en Grande-Bretagne ou en Allemagne. La mesure dans laquelle il est possible de maintenir au Canada le prix de l'argent à court terme à un niveau inférieur à celui des autres grands pays est limitée par les liens étroits unissant les marchés financiers canadiens à ceux de l'étranger, de sorte que d'importants écarts entre les taux d'intérêt en vigueur tendent à provoquer des mouvements internationaux de capitaux qui aggravent les tensions sur les marchés nationaux du crédit et sur le marché des changes.

Le Gouverneur a tenu à préciser que la politique de la Banque du Canada vise toujours à modérer la croissance exceptionnellement rapide du crédit bancaire et de la monnaie au Canada, tout en permettant une croissance monétaire largement suffisante pour soutenir l'expansion continue de l'emploi et de la production. Il a accueilli avec satisfaction l'assurance donnée par les banques à charte qu'en plus de continuer d'accorder une attention particulière aux besoins de financement des petites entreprises et des autres clients des régions du pays où l'activité économique accuse un certain retard, elles s'efforceront de maintenir à un niveau raisonnable le volume de leurs prêts hypothécaires à l'habitation.

### Cover: Trade silver – the beaver

The North American Indians for many years made ornaments of bone, shell and stone. The coming of the white man introduced them to ornaments made of brass, copper and silver. The early French fur traders soon learned that the Indians were more than willing to exchange their furs for metal ornaments, especially silver. A lucrative trade developed in what came to be known as "trade silver". The English fur traders, and later the American fur traders, were not long in imitating their French competitors and trade silver played an important part in the fur trade in the last half of the 18th and the first half of the 19th centuries. The silver ornaments took the form of finger rings, earrings, head bands, bracelets, armlets, brooches and pendants. Some of the ornaments were manufactured in France and England but most were produced by the early silversmiths of Quebec, Nova Scotia, New York and Pennsylvania. In the course of time, fairly firm exchange values were given to various ornaments. A round silver brooch, the size of a shilling, was rated at a shilling and a larger brooch, the size of a silver dollar, was rated at one Spanish dollar. Beaver pendants, approximately 1½ inches in length were valued at one beaver skin and a large silver beaver, such as the one illustrated on the front cover, was valued at ten beaver skins. The illustrated piece, which is in the Bank of Canada's Numismatic Collection, is two inches wide and five inches long. Photography by John Evans, Ottawa.

### Subscriptions

Canada and the United States: \$10.00 per annum; \$25.00 for three years. All other countries: \$12.00 per annum; \$30.00 for three years. Public Libraries, Libraries of the Government of Canada and of Canadian provincial and municipal Governments (including Crown corporations and agencies), Libraries of Canadian and foreign educational institutions: one half of the regular rate. Subscription rates include the cost of postage at third class rates in Canada and the United States, airtail for other countries. Reprints of articles are available in packages of ten copies at a price of \$1.00. Individual copies of the Review may be obtained at a price of \$1.00 per copy. Remittances should be made payable to the Bank of Canada, collectable in Canadian currency. Correspondence should be addressed to: Bank of Canada Review, Bank of Canada, Ottawa K1A 0G9, Canada.

The content of the Review may be reproduced or referred to provided that the Bank of Canada Review, with its date, is specifically quoted as the source.

### Couverture: Argent indien – le castor

Pendant de nombreuses années, les Indiens d'Amérique du Nord confectionnèrent des ornements en os, en coquillages et en pierres. L'homme blanc leur fit connaître les objets de parure en laiton, en cuivre et en argent. Les négociants français en pelletterie apprirent bientôt que les Indiens étaient très heureux de troquer leurs fourrures contre des bijoux en métal, en argent surtout. Ce que l'on vint à qualifier d'«argent indien» ou d'«argent métallique indien» donna alors lieu à un commerce très lucratif. Les pelletiers anglais, suivis par les commerçants américains, ne tardèrent pas à imiter leurs concurrents français; aussi l'argent métallique indien joua-t-il un rôle important dans le commerce des fourrures, de la seconde moitié du XVIII<sup>e</sup> siècle à la première moitié du XIX<sup>e</sup>. Parmi les ornements d'argent, mentionnons des bagues, des boucles d'oreilles, des bandeaux, des bracelets, des broches et des pendentifs. Certains étaient fabriqués en France et en Angleterre, mais la plupart étaient l'œuvre d'orfèvres du Québec, de la Nouvelle-Écosse, des États de New York et de Pennsylvanie. Avec le temps, ces divers ornements acquièrent une valeur d'échange relativement stable. Une broche ronde en argent de la taille d'un shilling valait un shilling, tandis qu'une autre, plus grosse, de la dimension d'un dollar d'argent, était considérée comme l'équivalent d'une piastre espagnole. Un pendentif à motif de castor d'environ 1½ pouce de long s'échangeait contre une peau de cet animal; il en fallait dix pour un gros castor en argent, semblable à celui de 2 pouces sur 5 qui est reproduit sur la couverture. Ce dernier fait partie de la collection numismatique de la Banque du Canada. Photographie: John Evans, Ottawa.

### Abonnements

Canada et États-Unis: 1 an, \$10; 3 ans, \$25. Tous autres pays: 1 an, \$12; 3 ans, \$30. Bibliothèques publiques, bibliothèques du gouvernement canadien, des gouvernements provinciaux et municipaux du Canada (y compris celles des sociétés et agences de la Couronne), bibliothèques des établissements d'enseignement au Canada ou à l'étranger: demi-tarif pour les exemplaires expédiés sous un seul pli. L'abonnement comprend les frais de port, par courrier de troisième classe au Canada et aux États-Unis, par avion pour les autres pays. On pourra se procurer des tirés à part d'articles parus dans la Revue, au prix de \$1 le paquet de 10 exemplaires. On pourra également se procurer des exemplaires de la Revue à toutes les agences de la Banque du Canada, au prix de \$1 chacun. Paiement à l'ordre de la Banque du Canada. Adresser toute correspondance à: La Revue de la Banque du Canada, Banque du Canada, Ottawa K1A 0G9, Canada.

Reproduction autorisée à condition que la source – Revue de la Banque du Canada – mois et année – soit formellement indiquée.

## Econometric models: Some comments on their use in policy analysis

F. W. Gorbet

Econometric models are growing in number and complexity. In the process they are becoming increasingly useful as analytical tools, but there also appears to be a tendency for them to become increasingly enveloped in a mystique that could well become counterproductive. Frequently, the results derived from experiments with econometric models – in some cases forecasts, in other cases possible effects of alternative economic actions – are presented with what appears to be a maximum degree of faith in the model and a minimum amount of explanation or qualification. Valuable insights can be provided by econometric models but, if the user is not to be misled, a clear understanding of the limitations of the model and of the particular method by which the results were obtained is necessary. It is desirable, I think, for those who are experienced in the construction of these powerful tools to warn the users of some of the limitations of applied econometrics, to urge them to reach a better understanding of what is involved and to impress on them the need to critically scrutinize the results. The purpose of this paper is to outline in simple terms what econometric models are and can do, the nature of the role they can play in the policy-making process, and the kind of information the policymaker needs in order to evaluate a set of results from an econometric model. (Throughout the paper the

*Mr. Gorbet has been closely associated with the Bank's econometric research programme for a number of years and from 1972 until this month was Assistant Chief of the Research Department with direct responsibility for the model-building group.*

## Quelques commentaires sur l'utilisation des modèles économétriques dans l'analyse des politiques économiques

F. W. Gorbet

De nos jours, les modèles économétriques se font de plus en plus nombreux et de plus en plus complexes. Avec le temps, leur utilité comme instrument d'analyse ne cesse d'augmenter, mais ils tendent apparemment à s'auréoler d'une mystique qui risque de réduire leur efficacité. Souvent, les résultats d'expériences effectuées à l'aide de modèles économétriques – qu'il s'agisse de prévisions ou de simulations – semblent être présentés avec une confiance illimitée dans le modèle et un minimum d'explications ou de réserves. Les modèles économétriques peuvent certes fournir des renseignements de grande valeur, mais si l'on veut éviter d'induire l'utilisateur en erreur, il faut lui indiquer clairement les limites du modèle et la méthode suivie pour parvenir aux résultats. Il est souhaitable, à mon avis, que les spécialistes de la construction de ces puissants outils de travail attirent l'attention des utilisateurs sur certaines limites de l'économétrie appliquée, les exhortent à s'efforcer de mieux comprendre de quoi il s'agit et leur fassent admettre la nécessité d'un examen critique des résultats. Le but de cet article est d'exposer en termes simples ce que sont les modèles économétriques, ce qu'on peut en attendre, le rôle qu'ils peuvent jouer dans l'élaboration des politiques, et les renseignements nécessaires aux responsables de la politique économique pour évaluer les résultats obtenus à l'aide d'un modèle. (Dans ce texte, on entend par «responsables de la politique économique» les per-

*Monsieur Gorbet a collaboré étroitement au programme de recherches économétriques de la Banque pendant de nombreuses années; il a été depuis 1972 Chef adjoint du Département des recherches et a dirigé à ce titre l'équipe chargée de l'élaboration des modèles.*

word policymaker is used as a convenient abbreviation for those individuals whose responsibilities in the area of economic policy involve them in the process of decision-making and implementation as well as analysis.)

If policymakers are to be provided with a rational basis for making economic policy decisions, one of the crucial inputs they must have is an assessment of the quantitative economic effects of alternative courses of action. Even in the case of a relatively straightforward policy action, where the direction of the expected effects is unambiguous, it is desirable to have some appreciation of the lags involved in the transmission process and an estimate of the magnitude and time profile of the resulting effects. In many cases, however, even the qualitative results of alternative policies are ambiguous. What are the effects, for example, of expansionary fiscal measures on the exchange rate? One would suppose that the Canadian dollar would weaken in response to a stronger demand for imports and an increased requirement for foreign exchange. Whether this actually occurs, however, obviously depends not only on the marginal propensity to import, which in turn is a function of capacity utilization, but also on how the associated increase in Government cash requirements is financed. If the financing is done through the issuing of marketable debt and results in added pressure on capital markets and a rise in interest rates, then induced capital inflows may result in net appreciation of the Canadian dollar. In order to assess the probable exchange rate consequence, one must, at the very least, have some quantitative notion of the sensitivity of capital flows to interest rates, the marginal propensity to import, and the expected impact of the expansionary fiscal action on the financing requirements of corporations and provincial-municipal governments.

Econometric models can be extremely useful both in quantifying parameters such as these and in providing information on lag structures and on complex interactions. Unfortunately, the more the capability of dealing with a wide range of alternatives is built into a model, the more complex it must become (although the converse is not necessarily true), and the danger exists that the model will tend to become the particular fiefdom of its developer. To a certain extent this tendency is inevitable, but it should be counterbalanced as much as possible. The most effective way in which this can be done is to ensure that the structure of the model, as well as its dynamic properties, are well-documented and publicly available.

sonnes qui, de par leurs fonctions dans le domaine économique, participent tant au processus de la prise de décision et de l'application des mesures qu'à l'analyse des résultats.)

Si l'on veut que les responsables de la politique économique soient à même d'asseoir leurs décisions en matière de politique économique sur des fondements rationnels, il importe avant tout de leur procurer une évaluation des effets quantitatifs d'un choix de mesures bien définies. Même dans le cas d'une politique dont les effets sont clairement prévisibles, il est souhaitable qu'on puisse se faire une idée des délais de réponse ainsi que de l'ampleur des résultats et de la période sur laquelle ils s'échelonnent. Dans de nombreux cas, toutefois, même les résultats qualitatifs des différentes politiques peuvent être ambigus. Par exemple, quelles sont les répercussions d'un train de mesures fiscales expansionnistes sur le cours du change? On peut supposer que le dollar canadien s'affaiblira en réaction à une augmentation de la demande à l'importation et à un accroissement des besoins en devises étrangères. Il est évident, toutefois, que le bien-fondé de cette hypothèse repose non seulement sur la propension marginale à importer, elle-même fonction du degré d'utilisation de l'appareil productif, mais également sur le mode de financement de l'augmentation envisagée des besoins de trésorerie du gouvernement. Si ce financement est assuré par l'émission de titres négociables et se traduit par un renforcement des pressions sur les marchés financiers et par une hausse des taux d'intérêt, les entrées de capitaux qui en résultent peuvent provoquer une hausse du dollar canadien. Pour évaluer les répercussions éventuelles sur le cours du change, on doit à tout le moins savoir quantifier la sensibilité des mouvements de capitaux à l'évolution des taux d'intérêt, la propension marginale à importer et l'incidence prévue de la mesure financière expansionniste en question sur les besoins de financement des sociétés et des administrations provinciales-municipales.

Les modèles économétriques peuvent se révéler très utiles pour calculer les paramètres de ce genre et pour renseigner sur l'échelonnement des retards ainsi que sur certaines interactions complexes. Malheureusement, plus on accroît l'aptitude du modèle à traiter un grand nombre de possibilités, plus il devient complexe (notons que le contraire n'est pas nécessairement vrai); il devient aussi risqué et il fort de devenir le fief de son auteur. Cette tendance est, dans une certaine mesure, inévitable mais devrait être corrigée autant que possible. Le moyen le plus efficace d'y parvenir est de veiller à ce qu'une documentation explicative très détaillée sur la structure du modèle et sur ses propriétés dynamiques soit mise à la disposition de tous.

### What are some of the limitations?

An econometric model is nothing more than a set of equations, with each equation designed to 'explain' one economic variable in terms of other variables. There are two categories of equations: accounting identities, which are derived from accounting definitions and hold exactly, and behavioural relations, which are approximate, rather than exact, relationships that embody the economic theory underlying the model. The behavioural relations are in most cases difference equations, that is, they contain both current and lagged values of variables, with lags measured at discrete intervals in time. They are usually nonlinear, involving ratios or products, or being estimated in logarithmic form. The set of explanatory variables in each behavioural equation (and sometimes the functional form of the relationship as well) is arrived at on the basis of considerations both of economic theory and of institutional structure. Time series of observations on the included variables are used, with statistical regression techniques\*, to estimate the structural coefficients, or parameters, of these equations.

The variables that appear in a model are also divided into two categories. Endogenous variables are 'explained' within the model, that is, each endogenous variable appears on the left hand side of an equation. Exogenous variables appear as explanatory variables and, since they are determined outside the model, their values must be supplied by the user before the equations can be solved. Solving the model involves nothing more than finding a set of values for the endogenous variables that is consistent with the nature of the structural equations and with the values of the exogenous variables.

Aggregate econometric models themselves are very loosely classified as either forecasting models or policy models. Although the two types differ in many ways, the essential difference is in the variables that are made exogenous. For example, in the University of Toronto forecasting model the labour force is an exogenous variable. In view of the erratic shifts in labour force participation witnessed recently, the builders of the model have decided that an independent forecast of labour force growth is likely to be more accurate than any equation they can devise, and this is a legitimate strategy to follow. In a policy model, however, it would be

\*A full description of the statistical theory involved is beyond the scope of this article. The interested reader is referred to any standard econometrics textbook, e.g., Johnston, J., *Econometric Methods*, 2nd edition, McGraw-Hill, New York, 1972.

### Quelques limites des modèles

Un modèle économétrique n'est rien de plus qu'un ensemble d'équations, dont chacune vise à «expliquer» une variable économique par rapport à d'autres variables. Il existe deux catégories d'équations : d'une part les identités comptables, dérivées de définitions comptables et qui sont précises, d'autre part les relations de comportement, elles plutôt approximatives, qui concrétisent la théorie économique sur laquelle se fonde le modèle. Les relations de comportement sont dans la plupart des cas des équations aux différences finies, c'est-à-dire qu'elles contiennent à la fois des valeurs courantes et des valeurs retardées des variables, les retards étant mesurés à des intervalles discontinus dans le temps. Ces relations sont généralement non linéaires, comprennent des proportions ou des produits, ou encore sont des estimations exprimées sous forme logarithmique. L'ensemble des variables explicatives contenues dans chacune des équations de comportement (et parfois même la formulation mathématique de la relation) découle de la théorie économique et de la structure institutionnelle. Pour obtenir les coefficients structurels ou paramètres de ces équations, on applique des techniques de régression statistique\* aux séries chronologiques de variables incluses dans le modèle.

Un modèle comprend deux sortes de variables : les variables endogènes et les variables exogènes. Les premières sont déterminées à l'intérieur du modèle, c'est-à-dire que chacune d'elles apparaît dans le membre de gauche d'une équation. Les secondes sont des variables explicatives et, comme elles sont déterminées à l'extérieur du modèle, il faut que l'utilisateur leur attribue des valeurs pour pouvoir solutionner les équations. Résoudre le modèle consiste tout simplement à attribuer aux variables endogènes un ensemble de valeurs qui soit compatible avec la nature des équations structurelles et avec les valeurs des variables exogènes.

On distingue, grosso modo, deux catégories de modèles économétriques : les modèles de prévision et les modèles de simulation. Parmi les nombreuses différences qui les séparent, notons surtout le choix des variables exogènes. Par exemple, dans le modèle prévisionnel de l'Université de Toronto, la population active est une variable exogène. Étant donné l'irrégularité des variations enregistrées ces derniers temps par le taux d'activité, les constructeurs du modèle ont jugé qu'une projection de la croissance de la popu-

\*Il n'entre pas dans le cadre de cet article de présenter une description complète de la théorie statistique utilisée. Le lecteur que la question intéresse consultera n'importe quel manuel d'économétrie courante, par exemple *Econometric Methods* de J. Johnston, 2ème édition, McGraw-Hill, New York, 1972.

undesirable to have the labour force exogenous because alternative demand policies will undoubtedly have an effect on participation rates and, if this is not reflected in labour force growth each time a policy is examined, the estimated effects of the policy on the unemployment rate will be suspect. The conceptual differences between forecasting and policy models are only a matter of degree, however, and it is important to recognize that these two categories are not intended to be mutually exclusive. Rather, the classification of a particular model as a 'policy' or a 'forecasting' model is indicative of its comparative advantage. The point to be emphasized here is that, in evaluating the estimated effects of a particular policy action obtained by using any particular model, one has to be sure that the structure of the model is appropriate to the nature of the questions being asked. In this regard, one of the most useful questions a policymaker can ask is, what variables are exogenous in the model and how would the proposed policy affect them. It makes little sense, for example, to examine the economic effects of a large, autonomous addition to capital investment outlays in a model that has the exchange rate exogenous, unless the experimenter makes specific assumptions about the probable exchange rate response.

There is nothing inherently right about a set of numbers generated from an econometric model. Indeed the successful use of a model as an analytical tool requires just as much art and judgement (and perhaps more) as an attempt to assess alternative policy measures without an econometric model. Why, then, are models useful? One answer that is frequently given is that they are internally consistent. This means that the solution of a model satisfies the constraints imposed by the equations, for example, the accounting identities add up. This is certainly a valuable characteristic but it should be recognized that this is a technical consistency and does not necessarily imply a logical consistency. In fact a model may be logically inconsistent either because an equation violates a basic postulate of economic theory (which happens rarely) or because the interaction of the separate equations produces a set of results that does not make sense. In other words the equations of the model are, in some sense, misspecified. Furthermore, a model may be well-specified and logically consistent but still be inadequate for a number of specific applications. It is important to remember that if the constraints that the solution satisfies are inappropriate then the solution, while still consistent, will also be inappropriate.

The great virtue of econometric models is not consistency but repli-

cation active effectuée séparément serait probablement plus précise que toute équation qu'ils pourraient concevoir; c'est là une tactique tout à fait valable. Dans un modèle de simulation de politiques, toutefois, il ne serait pas souhaitable de considérer la population active comme une variable exogène, car les diverses politiques de la demande envisagées exerceraient indubitablement sur les taux d'activité une influence qui doit se refléter dans la croissance de la population active à chaque simulation; autrement, toute répercussion prévue de la mesure sur le taux de chômage sera sujette à caution. Au niveau des concepts, la différence entre modèles prévisionnels et modèles de simulation est surtout une question d'optique, toutefois, et il convient de se rendre compte qu'il n'y a pas de séparation étanche entre les deux. C'est surtout l'usage auquel un modèle semble comparativement le mieux adapté qui détermine à quelle catégorie on le rattache. Ce qui importe en effet, quand on évalue à l'aide d'un modèle le résultat d'une mesure donnée, c'est d'être certain que la structure du modèle est compatible avec la nature des problèmes à résoudre. À ce sujet, une des questions les plus utiles que pourra poser un responsable de la politique économique concerne la nature des variables : quelles sont les variables exogènes du modèle et comment les mesures proposées les influenceront-elles ? Il serait peu logique par exemple d'examiner les effets économiques d'une forte augmentation autonome de dépenses d'investissement à l'aide d'un modèle dans lequel le cours du change constitue une variable exogène, à moins que l'expérimentateur ne formule des hypothèses précises quant à la réaction du taux de change.

Le fait qu'un ensemble de chiffres ait été produit par un modèle économétrique ne signifie nullement qu'ils soient exacts. De fait, il faut tout autant (et peut-être même davantage) d'habileté et de jugement pour utiliser avec succès un modèle comme instrument d'analyse que pour tenter de démêler sans l'aide de cet instrument les conséquences éventuelles de diverses mesures de politique économique. Où réside alors l'utilité des modèles ? Dans leur cohérence interne, répond-on souvent. En d'autres termes, la solution d'un modèle satisfait les contraintes imposées par les équations : par exemple, les identités comptables concordent. Cette caractéristique est certainement appréciable, mais il faut se rendre compte que cette cohérence satisfait les exigences de la technique et non pas nécessairement celles de la logique. En réalité, un modèle peut être logiquement incohérent, soit parce qu'une équation va à l'encontre d'un postulat fondamental de la théorie économique (ce qui est rarement le cas), soit parce que l'interaction entre les équations produit un ensemble de résultats dénué de sens. Dans ce cas, on dira que les équations du modèle comportent des erreurs de spécification. Par contre,

ability. The analysis of any alternative policy requires a myriad of assumptions both with respect to the nature of the policy and, more importantly, the way the economy operates. The use of an econometric model forces one to be explicit and rigorous in developing these assumptions, and logically, anyone should be able to take the same set of assumptions and derive the same results.

How does one use an econometric model to assess alternative policy options? The general methodology is to perform a series of controlled experiments with the model. The first step in such an experiment consists of establishing a benchmark or 'control' solution. Once this solution has been obtained, appropriate variables and/or equations of the model are adjusted to reflect the nature of the policy being examined and another solution is generated. The difference between the two solutions is an estimate of the expected economic effects of the policy. This estimate is, of course, conditional on the structure of the model and the way in which the proposed policy has been translated into terms that can be dealt with by the model. In addition, if the model is nonlinear, this estimate is conditional on the assumptions underlying the control solution.

What is at stake, when one is looking at the estimated effects of a policy action generated by a model, is the extent to which these estimates can be generalized beyond the model context. The model, after all, is only an abstract representation of the real world, and the conclusions that can be drawn from the results are useful only to the extent that one believes the model accurately depicts the underlying economic processes. The attempt to place confidence limits on a particular set of results is very much a subjective process. It is generally recognized that this process requires an answer to the question, how good is the model, and this is dealt with in the following section. What is not always recognized or made explicit is that the results obtained are conditional not only on the structure of the model, but also on what I call the translation process and on the nature of the benchmark solution. It is possible to have a very good model indeed, yet still get misleading results because the controlled experiments have been designed inappropriately.

In many studies, differences from a control solution are presented but the nature of the control is not made explicit. It is to be expected, however, that the incremental effects of any policy action will depend very much on how fully economic resources are utilized at the time the policy is introduced; indeed, nonlinear models reflect this. It is, therefore, important for the policymaker to be aware of the assumptions underlying

un modèle peut être spécifié correctement et être logiquement cohérent sans pourtant se prêter à certaines utilisations bien précises. Il importe de se souvenir que si les contraintes satisfaites par la solution ne conviennent pas, la solution elle-même, bien que cohérente, ne conviendra pas non plus.

La qualité première des modèles économétriques n'est pas tant leur cohérence que leur «réplicabilité». L'analyse d'une politique quelconque exige un très grand nombre d'hypothèses, portant principalement sur le fonctionnement de l'économie, mais aussi sur la nature de la politique. L'utilisation d'un modèle économétrique exige que les hypothèses soient formulées avec rigueur et clarté. En toute logique, n'importe qui devrait pouvoir, en partant d'un même ensemble d'hypothèses, arriver aux mêmes conclusions.

Comment utilise-t-on un modèle économétrique pour juger de la valeur de différentes politiques possibles ? La méthode usuelle consiste à effectuer à l'aide du modèle une série d'expériences contrôlées. La première étape consiste à établir un terme de référence, c'est-à-dire une solution de contrôle. Ensuite, on corrige les variables ou les équations du modèle en fonction de la nature de la politique envisagée afin d'obtenir une nouvelle solution. La différence entre ces deux solutions constitue une estimation des conséquences économiques escomptées de la politique. Cette estimation dépend naturellement de la structure du modèle et du mode de formulation, en termes utilisables par le modèle, de la politique envisagée. S'il s'agit d'un modèle à équations non linéaires, l'estimation est en outre fonction des hypothèses sur lesquelles est fondée la solution de contrôle.

Ce qui compte surtout pour l'utilisateur qui examine à l'aide d'un modèle les effets prévus d'une politique, c'est de savoir dans quelle mesure les estimations restent valables en dehors du modèle. Tout compte fait, celui-ci ne constitue qu'une représentation abstraite du monde réel, et les conclusions qu'on peut tirer des résultats qu'il fournit ne sont utiles que dans la mesure où on juge que le modèle dépeint fidèlement la réalité économique. Il entre une forte dose de subjectivité dans l'évaluation du degré de confiance qu'on peut avoir en un ensemble donné de résultats. On admet généralement qu'il convient, avant d'entreprendre une telle évaluation, de répondre à la question qui fait l'objet du prochain chapitre de cet article, à savoir qu'est-ce qu'un «bon» modèle ? Ce qu'on ne conçoit pas toujours ou qu'on néglige parfois d'expliquer, c'est que les résultats obtenus tiennent non seulement à la structure du modèle, mais aussi à ce que j'appellerai la formulation des données et à la nature de la solution de référence. Il est possible, tout en disposant d'un modèle excellent, d'arriver à des résultats erronés parce que les essais contrôlés ont été mal conçus.

the control solution. In general, if the horizon over which the policy is to be assessed is relatively short (say eight to twelve quarters), the model should probably be tuned to reproduce a consensus forecast as a control solution. If the horizon is so long that a consensus forecast does not exist, then a complete analysis of the policy should include alternative assumptions about the probable course of events in the absence of the policy. This may involve replicating the controlled experiment using several different benchmark solutions.

The other area where problems can arise is the translation process. This is almost never discussed in reports of controlled experiments with econometric models, and yet it is probably a major source of misleading results. The basic problem is to identify the areas of the econometric model where assumptions must be made to allow for atypical effects of proposed policies. For example, if one wishes to consider an increase in government expenditure one needs to make some assumptions about how it is financed if the model itself does not have such an assumption included in its structure. Even if it does, one may want to assess the impact of the expenditure under an alternative assumption about its financing and this may require changes in various behavioural relations or accounting identities in the model. If the proposed expenditure increase is specific in nature, then further assumptions may have to be made. An increase in transfer payments to provinces would have different effects than an increase in purchases of goods and services; even the latter type of expenditure will produce differing effects according to whether it is used to increase wage rates, employment, or nonwage purchases of goods and services. A concrete example of this type of problem would be an attempt to assess the effects of direct employment programmes such as the Local Initiative Programme (LIP) and Opportunities for Youth (OFY). Expenditure on these programmes appears as transfers to persons in the National Accounts, but we know that the employment multiplier associated with these programmes must be higher than the employment multiplier associated with a typical increase in this expenditure category. If aggregate employment is generated by the model, it may be necessary to adjust the appropriate equation in order to capture the specific nature of the policy. Similarly, if the wage rate of workers employed under these programmes differs from the average wage rate, a further adjustment to labour income may be necessary.

Generally, the more specific the policy to be examined the greater the number of adjustments that must be made to the model. The point to

De nombreuses études traitent des différences relevées par rapport à une solution de contrôle sans toutefois définir clairement la nature du contrôle effectué. Il convient de prévoir cependant que les effets supplémentaires d'une politique donnée dépendront dans une large mesure du degré d'utilisation des ressources économiques au moment de la mise en application de celle-ci; ce renseignement nous est d'ailleurs fourni par les modèles de type non linéaire. Il importe par conséquent que les responsables de la politique sachent bien sur quelles hypothèses se fonde la solution de contrôle. En général, si la période sur laquelle s'échelonne la politique à évaluer est relativement courte (8 à 12 trimestres), le modèle devrait probablement être réglé de façon à ce qu'il reproduise comme solution de contrôle une prévision qui a obtenu l'assentiment général. Si la période est tellement longue qu'il n'est pas possible d'effectuer une telle prévision, l'analyse complète des effets d'une politique devrait comporter plusieurs hypothèses sur le cours probable des événements au cas où celle-ci ne serait pas appliquée. Il se peut qu'on doive alors répéter les expériences contrôlées en ayant recours à diverses solutions de référence.

La formulation des termes dans la langue du modèle peut également causer des difficultés. Ce problème n'est presque jamais abordé dans les comptes rendus d'expériences contrôlées faites à l'aide de modèles économétriques, encore qu'il constitue probablement une source très importante d'erreurs. Le problème fondamental consiste à déterminer dans quels secteurs du modèle il faut introduire des hypothèses destinées à compenser certains effets atypiques des politiques proposées. Ainsi, si l'on désire étudier les répercussions d'un accroissement des dépenses publiques, il convient de formuler un certain nombre d'hypothèses relatives à leur financement au cas où la structure du modèle n'en comporterait pas. Même lorsque le modèle en comprend une, on peut vouloir évaluer l'incidence des dépenses en changeant cette dernière; il peut alors se révéler nécessaire de modifier diverses relations de comportement ou identités comptables du modèle. Si le supplément de dépense est destiné à une affectation précise, il est probable qu'il faudra formuler de nouvelles hypothèses. Une augmentation des transferts aux provinces aura une autre incidence qu'un accroissement des achats de biens ou de services; et même ces achats produiront des effets différents suivant qu'ils serviront à accroître l'emploi, les taux de rémunération du travail ou l'achat de biens et de services non lié à des augmentations de salaire. Comme exemple concret de ce genre de problèmes, on pourrait citer un essai d'évaluation de l'incidence de certains programmes de création immédiate d'emplois tels que le Programme des initiatives locales et Perspectives Jeunesse. Les dépenses

bear in mind is that these necessary translation assumptions have a direct bearing on the nature of the results, and a set of impacts should be accompanied by a clear statement of all adjustments that have been made to the model. It should also be noted that the lack of any ancillary adjustments implies a specific set of assumptions – that set embodied in the model structure. While it is unreasonable to expect a complete catalogue of each of these assumptions every time a set of results is obtained, it is not unreasonable to ask that the implicit assumptions believed to have the most bearing on the nature of the results be identified.

The availability of econometric models promises to make it easier for all the assumptions underlying a forecast of the economic consequences of a policy decision to be made explicit. To the extent that the assumptions are exposed, it becomes possible to question them directly and to ask what the results would look like with different assumptions. The technology is such that very complex policies can be assessed under widely varying assumptions in an extremely short period of time. Thus, ideally, a policymaker when presented with alternative policies and their probable effects should be able to distinguish the differences in results that are due to the choice of policy from the differences that are due to alternative assumptions about the nature of the underlying economic processes.

### What is a 'good' model?

The fundamental question that must be resolved in trying to extrapolate results from a model to the real world is, how good is the model, how well does it portray the actual behaviour of various sectors of the economy and, more importantly, the types of adjustment processes that one expects to follow an actual change of policy. Unfortunately there is no generally accepted set of rigorous criteria that one can use to evaluate an econometric model.

It has been suggested that the process of validating an econometric model should consist of three steps. First, the assumptions underlying the behavioural relations of the model should be in accord with the basic postulates of economic theory; second, these assumptions should be tested empirically, and finally, the predictive ability of the model should be tested, both for the estimation period and for forecasts outside this period. Obviously a number of problems arise in trying to apply such general criteria. The 'basic postulates of economic theory' in many cases do not lead to unambiguous specifications of behavioural relationships.

effectuées dans le cadre de ces programmes figurent dans les Comptes nationaux au titre des transferts aux ménages, mais nous savons que leur effet de multiplicateur sur l'emploi doit être plus élevé que celui d'un accroissement typique de ce genre de dépenses de consommation. Si l'emploi global est une variable endogène, il peut se révéler nécessaire de modifier l'équation qui s'y rapporte pour qu'elle reflète la nature particulière de la politique. De même, si le taux de rémunération des personnes employées dans le cadre de ces programmes diffère du taux de rémunération moyen, il faudra peut-être aussi apporter un ajustement au revenu du travail.

En général, plus la politique à examiner est précise plus les ajustements à apporter au modèle sont nombreux. Il est important de retenir que ces hypothèses indispensables de formulation ont une influence directe sur la nature des résultats, et que toute description d'un ensemble de répercussions devrait être accompagnée d'un relevé exact de tous les ajustements apportés au modèle. On notera aussi que l'absence de toute correction mineure implique l'acceptation d'un ensemble spécifique d'hypothèses : celui qui est incorporé à la structure du modèle. S'il est déraisonnable de vouloir disposer d'une liste absolument complète de ces hypothèses chaque fois qu'on obtient un ensemble de résultats, il n'est que logique de demander que soient précisées les hypothèses implicites censées être les plus déterminantes quant à la nature des résultats.

L'existence des modèles économétriques permet d'espérer qu'il sera plus aisé de préciser toutes les hypothèses utilisées pour prévoir les conséquences économiques d'une politique donnée. Pour autant que ces hypothèses aient été clairement exposées, on peut s'interroger sur leur bien-fondé et se demander à quels résultats on parviendrait à partir d'hypothèses différentes. Les techniques actuelles permettent d'évaluer en partant d'hypothèses très variées des politiques très complexes dans un laps de temps très court. Par conséquent, dans des circonstances idéales, les responsables de la politique économique, placés devant un éventail de mesures possibles et de leurs répercussions probables, devraient être en mesure de déterminer si les différences dans les résultats sont attribuables à la politique choisie ou si elles découlent d'hypothèses différentes sur la nature des mécanismes économiques fondamentaux.

### Qu'est-ce qu'un «bon» modèle?

Voilà une question primordiale pour qui s'efforce d'atteindre la réalité par extrapolation des résultats obtenus à l'aide d'un modèle. Elle revient en fait à juger de la validité du modèle ou de la fidélité avec laquelle il dépeint le com-

(There are, for example, competing theories of consumer behaviour.) Even when an appropriate specification can be easily determined, the theory tells one little or nothing about the nature of lags in the adjustment process, the way a specification should be modified to incorporate institutional peculiarities, or how one should measure economic phenomena (such as the formation of expectations) that are theoretically important but not statistically observable.

Satisfactorily specifying the equations is only the first step. Other problems present themselves when one turns to estimating the relationships with reported data. With a fairly general set of assumptions about the probability distribution of the error terms in the behavioural relationship, it is possible to use statistical regression techniques to obtain estimates of the coefficients relating the variable being estimated to each of the explanatory variables. In addition, statistics measuring the 'goodness of fit' of the relationship and the 'statistical significance' of the coefficient estimates are derived. The 'goodness of fit' statistics indicate the extent to which historical movements in the explained variable are accounted for by movements in the explanatory variables. Measures of statistical significance indicate the confidence with which one can assert that the estimated relationship between the explained variable and any explanatory variable is significant (that is, the relevant coefficient is 'significantly different from zero').

What happens if the data do not allow one to maintain the hypothesized relationship with a 'reasonable' degree of confidence? In principle the relationship should be reformulated; but in practice one must first be convinced that it has been given a fair test. The available data contain varying degrees of measurement error, they are frequently defined in a manner that differs conceptually from the theoretically preferred variable, and in some cases no data exist. Various methodologies can be employed to get around these sorts of inadequacies but, in general, the equations finally chosen reflect a (hopefully) palatable blend of economic theory, knowledge of institutional arrangements and empirical observations — liberally seasoned with one's a priori notions.

A further criterion in assessing a particular equation is how well it accords with other equations in the model. It is important that the model as a whole should be made as logically consistent as possible. For example, if one is interested in explaining housing starts, and the model already includes a detailed explanation of mortgage approvals, then it makes sense to use the available knowledge about the links between

portement réel de divers secteurs de l'économie et, surtout, les types de processus d'ajustement prévus à la suite d'une modification de la politique. Les experts ne sont malheureusement pas encore arrivés à définir un ensemble de critères rigoureux qui permettrait d'évaluer un modèle.

D'aucuns sont d'avis qu'il faudrait procéder en trois temps pour vérifier la validité d'un modèle économétrique. Premièrement, les hypothèses à la base des relations de comportement du modèle devraient être conformes aux postulats fondamentaux de la théorie économique. Deuxièmement, elles devraient être vérifiées par l'expérience. Troisièmement, l'aptitude du modèle à faire des prévisions devrait faire l'objet d'essais portant à la fois sur la période couverte par les estimations et sur d'autres périodes. Il va de soi que l'application de critères si généraux pose un certain nombre de problèmes. Dans bien des cas, ces postulats fondamentaux de la théorie économique ne suffisent pas à écarter toute ambiguïté des relations de comportement. (Il y a, par exemple, différentes théories du comportement du consommateur.) Même quand la détermination d'une spécification pertinente n'offre pas de difficulté, la théorie ne nous informe guère ou pas du tout sur la nature des retards inhérents au processus d'ajustement, sur la façon de modifier une spécification pour y faire entrer des particularités du contexte institutionnel ou sur la manière de mesurer des phénomènes économiques (par exemple la formation des anticipations), théoriquement importants mais hors de portée de la statistique.

Spécifier les équations de façon satisfaisante constitue seulement la première étape. D'autres problèmes surgissent au stade de l'estimation des relations en fonction des données recueillies. En partant d'un ensemble assez général d'hypothèses au sujet de la distribution de probabilités du résidu aléatoire dans les relations de comportement, on peut, grâce aux techniques de régression statistique, estimer les coefficients reliant la variable à estimer à chacune des variables explicatives. De plus, on peut calculer les statistiques mesurant la «qualité de l'ajustement» de la relation et la «signification statistique» des coefficients obtenus par voie d'estimation. Les statistiques relatives à la «qualité de l'ajustement» indiquent dans quelle mesure le comportement dans le passé de la variable expliquée est attribuable aux modifications des variables explicatives. On mesure la signification statistique pour déterminer le degré de confiance avec lequel on peut affirmer que l'estimation de la relation existant entre la variable expliquée et une variable explicative quelconque est significative (c'est-à-dire que le coefficient approprié est «significativement différent de zéro»).

Que se passe-t-il si les données ne permettent pas de garder une confiance

housing starts and mortgage approvals to specify an equation for housing starts. If mortgage approvals are exogenous, however, an alternative strategy may be more appropriate.

There are thus four main criteria that can be employed in evaluating an individual equation — how well does it explain variations in the endogenous variable, how well does its structure reflect current economic theory, are the estimated values of the coefficients reasonable, and is it logically consistent with other equations in the model. In choosing an equation there are obviously a number of trade-offs among these four criteria and such trade-offs are in practice made on the basis of the kinds of questions the model is supposed to be capable of answering.

After the equations have been selected, the third step is to evaluate the performance of the model as a whole. There are various questions that may be asked. For example, how well does the model track important aggregates during the estimation period? What are the average errors? How many turning points does it miss? All these questions can be applied to forecasts outside the estimation period as well, but in either case there are no precise criteria with which to evaluate the answers. The simplest policy model would probably forecast about 100 different variables and it is not an unambiguous exercise to assign relative weights to the errors in these variables in assessing the over-all validity of the model.

As noted at the beginning of this section the criteria for evaluating a model are far from rigorous. Clearly, if a model fails to meet any or all of these three tests one is entitled to view the results of controlled experiments with some degree of skepticism. It is obvious, however, that many alternative models of the same process can be successfully validated in the sense described above. How does one then decide which model, if indeed any, to believe when the effects of alternative policies are being considered? The answer is that one ultimately is driven back to assessing these effects on the basis of one's judgement. Every controlled experiment reveals insights about the internal dynamics of a model, and these insights can be, and generally are, used to amend the structural equations. It is important in this process, however, to recognize the point at which one stops massaging the model relationships so that the policy results conform to one's a priori reasoning and begins instead to question whether one's a priori beliefs should be revised. Furthermore, alternative models purporting to explain the same process should not in general produce results that are widely different. If, in fact, they do, then it is at

raisonnable en la relation hypothétique? En principe, cette relation devrait être reformulée; toutefois, en pratique, il faudrait d'abord s'assurer qu'elle n'a pas résisté à l'épreuve de l'expérience. Les données disponibles contiennent un certain nombre d'erreurs de mesure; leur définition diffère souvent, du point de vue conceptuel, de celle des variables qui aurait été théoriquement plus satisfaisante; dans certains cas, on ne dispose d'aucune donnée. Il existe différentes techniques pour contourner ces difficultés mais, en général, les équations que l'on finit par adopter consistent en un mélange harmonieux (du moins on l'espère) de théories économiques, de connaissances du cadre institutionnel et d'observations empiriques, le tout généreusement assaisonné d'opinions a priori.

Un autre critère de la valeur d'une équation donnée est sa compatibilité avec d'autres équations du modèle. Il importe que le modèle dans son ensemble soit aussi cohérent que possible. Par exemple, si l'on cherche à expliquer les mises en chantier de logements, et que le modèle comprenne déjà une explication détaillée des approbations de prêts hypothécaires, il est logique d'utiliser les renseignements fournis par le modèle sur les liens entre les mises en chantier et les approbations de prêts hypothécaires pour spécifier une équation des mises en chantier. Cependant, si les approbations hypothécaires sont une donnée exogène, il peut être préférable d'employer une optique différente.

Il existe donc quatre principaux critères qui peuvent servir à évaluer une équation donnée : 1° Dans quelle mesure l'équation explique-t-elle les variations de la variable endogène? 2° Dans quelle mesure sa structure est-elle conforme à la théorie économique courante? 3° Les valeurs estimatives des coefficients sont-elles raisonnables? 4° L'équation à évaluer est-elle compatible avec les autres équations du modèle? Le choix d'une équation pour un constructeur de modèle dépendra nécessairement de l'importance variable qu'il accordera à chacune de ces questions et, en pratique, c'est la nature des problèmes que le modèle est censé résoudre qui déterminera l'importance relative à accorder à chacune d'elles.

Le choix des équations terminé, on passe à la troisième étape, qui consiste à évaluer le rendement du modèle dans son ensemble. À ce stade, diverses questions peuvent être posées. Par exemple, le modèle retrace-t-il fidèlement l'évolution des principaux agrégats au cours de la période d'estimation? Quelles sont les erreurs moyennes qu'il contient? Combien de changements de direction lui échappent-ils? Toutes ces questions peuvent être posées également au sujet de prévisions s'étendant au-delà de la période d'estimation mais, dans tous les cas, il n'y a pas de critères précis pour évaluer les réponses.

least possible to trace the differences in results to differences in assumptions and, if not to reconcile them, to explain them. The importance of doing this is obvious. If a policymaker feels bewildered because alternative models tell him different stories, how much more bewildered must he be when he is told different stories, each predicated on assumptions that are not explicit and are recognized (when they are recognized at all) only by the storyteller?

### What can be expected from an econometric model?

In general a policymaker can reasonably expect that a model being used for policy analysis will be available in a form that is operational and fully documented, so that the structure and dynamics of the model can be studied, and the results of particular experiments can be replicated with varying assumptions. In order to assess the results of a particular policy action generated by a model, the policymaker needs to know the following. First, how has the policy been translated into terms that the model can deal with? What assumptions have been made with respect to particular equations and values of exogenous inputs? Second, what assumptions underlie the benchmark solution? How sensitive are the policy results to alternative assumptions about the benchmark solution? Third, why do the results look the way they do? What are the key structural relationships in the model and how do the underlying adjustment processes operate?

A word about adjustment processes is in order. Structural econometric models are essentially designed to depict the various types of adjustment that take place in response to a shock. Yet very often two of the primary processes through which adjustments have taken place in the past — monetary and fiscal policy — are left exogenous in econometric models. There is nothing wrong with this approach but it occasionally creates problems in interpreting results and model-users should be aware of this. For example, assume that an econometric model is used to assess the impacts of substantial capital inflows and it is found that the Canadian dollar appreciates significantly more than predicted on the basis of past experience, even though inflows of a similar magnitude have previously occurred. Does one then conclude that the exchange rate mechanism in the model is wrong? Not necessarily, because it is conceivable that a good part of the adjustment that is currently being forced on the exchange rate was, in fact, borne by monetary and fiscal policy in the historical period. A better approach is to try to assess the monetary and/or fiscal policy adjustments necessary to offset the exchange rate

Le modèle le plus simple établit probablement des prévisions sur l'évolution d'une centaine de variables et, lors de l'évaluation de la validité globale du modèle, il n'est guère facile de pondérer les erreurs que comportent ces variables.

Ainsi qu'il a été noté au début de ce chapitre, ces critères d'évaluation du modèle manquent beaucoup de rigueur. Bien entendu, si un modèle ne satisfait pas en tout ou en partie à ces trois critères, on est en droit de considérer les résultats des expériences contrôlées avec un certain scepticisme. Néanmoins, il est évident que de nombreux autres modèles utilisant la même information peuvent convenir dans le sens décrit ci-dessus. Comment décider, alors, quel modèle est le bon, voire s'il existe un modèle approprié pour apprécier les effets de diverses politiques? La réponse à cette question est qu'on en est réduit, en dernière analyse, à évaluer ces effets selon son propre jugement. Chaque expérience contrôlée donne une idée de la dynamique interne du modèle; cette information peut alors servir à améliorer les équations structurelles. Il importe toutefois au cours de ce processus de se rendre compte à quel moment on doit cesser de rechercher, en jonglant avec les équations du modèle, des résultats conformes à un raisonnement a priori pour commencer à s'interroger sur la nécessité de modifier le raisonnement a priori lui-même. En outre, des modèles divers visant à expliquer un même processus économique ne devraient pas, en général, produire des résultats très différents. S'il en est pourtant ainsi, on pourra au moins rattacher les différences observées au fait que les hypothèses n'étaient pas les mêmes et parvenir, sinon à les concilier, au moins à les expliquer. L'importance de cette façon d'agir saute aux yeux. Si un responsable de la politique économique est déconcerté du fait que divers modèles lui donnent des explications différentes, il le sera encore bien davantage si ces explications différentes sont fondées sur des hypothèses qui n'ont pas été clairement exposées et ne sont connues (pour autant qu'elles le soient) que par leur auteur.

### Que peut-on attendre d'un modèle économétrique?

En général, le responsable de la politique économique est en droit d'attendre que le modèle dont il dispose comme instrument d'analyse soit fonctionnel et décrit dans tous ses détails, afin qu'on puisse en étudier la structure et les qualités dynamiques et effectuer les différentes simulations en partant de plusieurs hypothèses. Pour pouvoir évaluer les résultats d'une politique donnée produits par un modèle, le responsable doit être informé d'un certain nombre de choses. Premièrement, comment la politique a-t-elle été formulée en termes utilisables par le modèle? Quelles sont les hypothèses à la base de telle ou telle équation ou de la valeur des facteurs exogènes? Deuxièmement,

adjustment and to see how these compare with past variations in monetary and fiscal policy. By leaving these policy responses exogenous one gets a better idea of the private sector adjustments likely to occur, but the fact that these private sector adjustments may not agree either with past experience or with our a priori notions does not, in itself, constitute a valid reason for disregarding the model results.

The types of economic questions that can be dealt with by an econometric model are limited only by the ingenuity of the model-user. It has frequently been argued that if policies depart significantly from the type of behaviour that the model equations represent, they cannot be dealt with by the model. The most frequently cited instance of such a policy is wage and price controls where, it is alleged, the behavioural relationships in the model will no longer hold. Whether or not such policies would in fact change behavioural relationships is an open question, but the position that models cannot be used to analyse policies that effectively change the structure of the model is not a valid position. In fact, it reveals a misconception about what models are and can do. Models are merely analytical tools, and as such can be used in principle to analyse any question that can be appropriately translated into terms with which the model can deal. What is true, is that the more remote a policy question is from past experience, the less confidence, other things being equal, one can place in the model results. Nevertheless the model results are still at least as useful as those not derived from a model, again because the assumptions are explicit and replications can be easily performed.

In the final analysis, what a policymaker can expect from an econometric model is a result that agrees pretty much with common sense. The process is iterative, and on the first round, the model results may be quite different from what one expects. The model-builder, however, should be able to explain what aspect of the model accounts for these differences. It may be a weak piece of structure, or alternatively it may be a reasonable interaction that the policymaker failed to take into account. In this way the exercise proceeds until differences are reconciled, or explained as legitimate differences in assumptions about the underlying operation of the economy. In the process, hopefully, we all learn a little bit more about how the economy functions.

quelles sont les hypothèses utilisées pour la solution de référence? À quel point les résultats de la politique sont-ils sensibles à des changements dans les hypothèses utilisées pour la solution de référence? Troisièmement, pourquoi les résultats se présentent-ils d'une manière plutôt que d'une autre? Quelles sont les principales relations structurelles du modèle et comment fonctionnent les processus fondamentaux d'ajustement?

Il convient de dire ici quelques mots au sujet de ces processus d'ajustement. Les modèles économétriques structurels sont avant tout conçus de façon à dépendre les divers types d'ajustement qui se produisent en réponse à un choc. Pourtant, il arrive très souvent qu'on représente par des variables exogènes deux processus primordiaux par lesquels des ajustements se sont effectués dans le passé, à savoir les politiques monétaire et financière. Ce procédé n'est nullement répréhensible mais, à l'occasion, il crée des problèmes d'interprétation des résultats et les utilisateurs des modèles devraient en être conscients. Ainsi, supposons qu'un modèle soit utilisé pour évaluer l'incidence d'un afflux important de capitaux et qu'il appert que le dollar canadien enregistre une hausse nettement plus élevée que celle qui avait été prévue en se basant sur l'expérience du passé, bien que des afflux de même grandeur se fussent produits antérieurement. Faut-il en conclure que le mécanisme du cours du change incorporé au modèle est erroné? Pas nécessairement, car il se peut fort bien que les politiques monétaire et financière aient absorbé, au cours de la période de référence, une bonne partie de l'ajustement imposé au cours du change. Une meilleure approche du problème consisterait à tenter d'évaluer quels seraient les ajustements de la politique monétaire ou de la politique fiscale nécessaires pour compenser l'ajustement du taux de change et d'étudier comment ceux-ci se comparent avec les variations des politiques monétaire et fiscale dans le passé. On se fait une idée plus claire des ajustements susceptibles de se produire au sein du secteur privé en laissant ces réponses à la politique sous la forme de variables exogènes, mais le fait que ces ajustements du secteur privé peuvent ne pas correspondre aux expériences passées ou à nos notions a priori ne constitue pas, de lui-même, une raison valable pour écarter les résultats du modèle.

Le genre de problèmes économiques que peut traiter un modèle économétrique n'est limité que par la compétence et l'imagination de l'utilisateur. Il a souvent été avancé qu'un modèle ne pourrait pas étudier des politiques qui s'écarteraient sensiblement du type de comportement représenté par ses équations. L'exemple le plus fréquemment cité en la matière est que l'introduction d'un contrôle des salaires et des prix ferait perdre leur validité aux relations de comportement du modèle. Qu'un tel contrôle modifie ou non les relations de comportement, on peut affirmer que le point de vue suivant



lequel les modèles ne peuvent servir à l'analyse de politiques qui en modifieraient la structure même n'est pas correct. En réalité, il révèle une conception erronée de ce qu'un modèle constitue et peut faire. Un modèle est un simple outil d'analyse et, comme tel, peut en principe servir à analyser toute question qu'il est possible de formuler convenablement dans sa langue. Il est bien vrai, toutefois, que plus un problème s'écarte de l'expérience antérieure, moins on est en droit, toutes autres choses restant égales, de se fier aux résultats produits par le modèle. Pourtant ces résultats sont toujours au moins aussi utiles que ceux qui ne proviennent pas d'un modèle puisque, comme il a été dit plus tôt, les hypothèses sont explicites et les «répliques» aisées.

En dernière analyse, un responsable de politique économique peut attendre d'un modèle économétrique un résultat plus ou moins conforme à celui qu'on obtiendrait par l'usage du simple bon sens. Le procédé est itératif et au premier essai les résultats peuvent se révéler très différents de ceux auxquels on se serait attendu. Toutefois, le constructeur du modèle devrait être à même d'expliquer quel aspect du modèle est à l'origine de ces différences. Il peut s'agir d'un point faible de la structure, ou encore il se peut que le responsable de la politique économique ait négligé de tenir compte d'une interaction raisonnable. L'examen se poursuit de cette manière jusqu'à ce que les divergences soient éliminées ou soient expliquées comme étant des différences normales étant donné les hypothèses émises sur la réalité économique elle-même. Chemin faisant, du moins nous l'espérons, nous en apprenons tous un peu plus sur le fonctionnement de l'économie.

## Recent monetary developments

*Remarks by Gerald K. Bouey  
Governor of the Bank of Canada,  
to the Business Outlook Conference  
of the Conference Board in Canada,  
Toronto, 11 October 1973*

May I begin by saying that I am very pleased to be here today to participate in this Business Outlook Conference. A good assessment of the economic outlook is a basic need for any central bank, and all inputs into the assessment process are welcome. I have, therefore, a keen interest in hearing how those attending this Conference feel about the period ahead. What I would like to do at this luncheon session, and I hope you will think that it is relevant in a conference of this kind, is to take advantage of the opportunity to explain the policy being followed by the Bank of Canada. In the course of doing so, I want to comment on recent monetary and credit developments and to say something about the current state of the economy.

For several months now the Canadian economy has been showing many clear signs of strain on productive capacity — very high levels of activity, growing backlogs of unfilled orders in many industries, and lengthening delivery dates for many commodities. There are also signs of strain in the labour market, with widespread evidence of scarcity of available workers to fill particular categories of jobs, unskilled as well as skilled.

It is far from easy to reconcile virtually all the other evidence bearing on the state of the Canadian economy with the report from the Labour Force Survey that as recently as August of this year the number of Canadians unemployed was still a full 5½ per cent of the labour force on a seasonally-adjusted basis — a level which has traditionally been regarded in this country as reflecting both a slack labour market and a slack economy. One can only conclude that at least for the time being the

## Évolution récente de la situation monétaire

*Allocution prononcée par M. Gerald K. Bouey,  
Gouverneur de la Banque du Canada,  
au congrès sur les perspectives économiques  
du Conference Board in Canada,  
à Toronto, le 11 octobre 1973*

Permettez-moi de vous dire que je suis heureux de me trouver parmi vous aujourd'hui et de pouvoir participer à ce congrès sur les perspectives économiques. Une banque centrale doit absolument disposer à tout moment d'une évaluation exacte des perspectives économiques, et accueille favorablement tout élément d'information susceptible de l'aider. C'est donc avec un intérêt tout particulier que j'écouterai les participants au colloque exposer leurs vues sur le proche avenir. Je voudrais profiter de l'occasion que m'offre ce déjeuner-causerie pour vous exposer la politique actuelle de la Banque du Canada, sujet qui, vous en conviendrez avec moi, cadre bien avec les thèmes traités dans un congrès comme celui-ci. Ce faisant, je me propose de commenter l'évolution récente de la conjoncture du crédit et de la situation monétaire, puis de dire quelques mots sur la physionomie actuelle de l'économie canadienne.

Depuis plusieurs mois déjà, de nombreux symptômes d'essoufflement de l'appareil de production se font sentir: niveaux d'activité très élevés, gonflement des carnets de commandes dans nombre d'industries, prolongation des délais de livraison de diverses matières premières. De plus, des signes de tension se manifestent sur le marché du travail, où l'on constate pour certaines catégories d'emploi une pénurie de main-d'œuvre qualifiée et non qualifiée.

Il n'est guère facile de concilier la presque totalité des renseignements sur la situation de l'économie canadienne avec les résultats de l'Enquête sur la main-d'œuvre selon lesquels, pas plus tard qu'au mois d'août, le chômage au Canada touchait encore, après correction des variations saisonnières, 5½% de la population active, chiffre généralement considéré chez nous comme un

over-all unemployment rate, as a measure of slack in the economy, cannot be read in the same way as it was in earlier years. In saying this, I do not mean to suggest that there are no continuing problems in the labour market. But it does seem to me that we should be wary about using the unemployment statistics in an uncritical way as evidence of inadequate aggregate demand.

Since the Canadian economy is now operating once again close to the effective limits of its existing productive capacity, it follows that its growth in real terms over the period ahead will have to be slower than the pace of the last twelve months, because this pace has been well in excess of the economy's long-term growth rate of 5 to 5½ per cent a year. It also follows that unless this lesser rate of real growth is accompanied by a corresponding moderation of the growth rate of gross national expenditure in money terms, we must expect the rate of increase in our domestic price level to reflect this fact. That is why for several months now the policy of the Bank of Canada has been aimed at providing less stimulus to demand by moderating the rapid growth of bank credit and money we considered to be appropriate so long as there still seemed to be a good deal of slack in the economy.

There can be no doubt that monetary policy was very expansionary in character in 1971 and through 1972. This is readily apparent whether one looks at the growth in monetary aggregates or at the extent of the decline in interest rates from their peak levels of 1969 and 1970. It is true that from mid-1971 on the Bank of Canada kept the liquidity of the banking system under close control, but it is also true that the Bank's policy accommodated large increases in the supply of bank credit and money, and that this policy stance persisted into early 1973.

The reasons for that monetary policy lay in the economic history of the period. A substantially less expansionary policy in those years with slower growth in money and credit, higher interest rates and a higher exchange rate would certainly have been difficult to justify at the time in the light of the levels of unemployment and unused industrial capacity that we were then experiencing. As little as a year ago, most Canadians were still highly skeptical about the underlying strength of the economic expansion, and impatient about the failure of the unemployment rate to show any signs of improvement. In retrospect, we can now see that a massive upsurge in economic activity was getting underway — not just here in Canada but throughout the western world. At the time,

indice de sous-utilisation de la main-d'œuvre et des ressources de l'économie. On en conclura que, pour l'instant du moins, le taux de chômage global, en tant que baromètre du sous-emploi des ressources, ne peut être interprété de la même façon qu'au cours des années antérieures. Je ne voudrais pas insinuer par là que le marché du travail ne connaît plus de difficultés persistantes. Mais il me semble que nous devrions nous garder d'utiliser mécaniquement les statistiques du chômage pour prouver l'insuffisance de la demande globale.

Comme l'économie canadienne approche une fois de plus des limites pratiques de l'appareil de production, il faudra bien que son taux de croissance réelle ralentisse dans les mois à venir par rapport au rythme des douze derniers mois, vu que ce dernier est de loin supérieur au taux de croissance à long terme qui se situe entre 5 et 5½%. En outre, à moins que le ralentissement de la croissance réelle n'aille de pair avec une modération proportionnelle du taux d'augmentation à prix courants de la dépense nationale brute, nous devons nous attendre à ce que le niveau des prix au Canada en soit affecté. C'est pourquoi depuis plusieurs mois la politique de la Banque du Canada a visé à stimuler la demande dans une moindre mesure en atténuant la croissance rapide de la monnaie et du crédit bancaire, que nous considérons comme appropriée aussi longtemps que la marge de capacité inutilisée paraissait assez considérable.

Il est incontestable que la politique monétaire a été nettement expansionniste en 1971 et en 1972. Cela saute aux yeux dès que l'on examine la croissance des agrégats monétaires ou l'ampleur du fléchissement des taux d'intérêt par rapport aux sommets atteints en 1969 et en 1970. Si la Banque du Canada a commencé, à partir du deuxième semestre de 1971, à surveiller de près les liquidités du système bancaire, il n'en est pas moins vrai qu'elle a également permis une augmentation considérable du crédit bancaire et de la monnaie et qu'elle a maintenu cette politique jusqu'au début de 1973.

Cette politique monétaire était dictée par la conjoncture économique de la période. À cette époque, il eut été difficile, vu l'ampleur du chômage et des marges de ressources inutilisées, de justifier une politique monétaire nettement moins expansionniste, se traduisant par une croissance moins rapide de la monnaie et du crédit ainsi que par des niveaux plus élevés du loyer de l'argent et du taux de change. Il y a un an encore, la plupart des Canadiens n'avaient pas confiance en la vigueur de l'expansion économique et étaient plutôt irrités de voir que le taux de chômage ne donnait aucun signe de baisse. Or, avec le recul, nous constatons que l'activité économique entamait

however, there were genuine differences of view between those who believed that the underlying economic situation was stronger than it appeared to be on the surface and those who were more skeptical. This was especially so in the third quarter of last year, when widespread work stoppages and unusually bad weather temporarily gave the impression of an economic slowdown. There was also plenty of room for uncertainty about how long it might be before the Canadian economy would again be pressing on its capacity limits.

One aspect of the problem during most of 1972 was the fear that slower monetary growth and higher interest rates in Canada would attract capital inflows and put further upward pressure on our exchange rate. Our exchange rate had already appreciated considerably since it was allowed to float in May 1970 and given the existing slack in the economy and the fact that many of our industries were facing intense foreign competition both at home and abroad, any significant further appreciation of the Canadian dollar at that time would not have been welcome.

In any event, realization of the present remarkable strength of the Canadian economy, and indeed of the world economy, did not become widespread until the spring of this year. The most striking indication of the change in the external environment has been the wave of price increases for farm products and internationally traded commodities, the magnitude of which has gone well beyond previous experience under peacetime conditions.

The stance of monetary policy began to change early this year as the banking system came under growing pressure from the intense credit demands generated by rapid economic expansion. Up to that point there had been little change in the chartered banks' holdings of liquid assets for well over a year. Then, however, in order to prevent the upsurge in loan demand from bringing about an even faster rate of monetary expansion, the Bank of Canada kept the cash reserve position of the chartered banks under sufficient pressure to force them to begin drawing heavily on their already limited liquidity.

With the banks finding it increasingly difficult and costly to accommodate all of the increasing credit demands made upon them, strong upward pressure on interest rates began to develop. The behaviour of short-term interest rates in the United States and Europe, which were shooting up with unprecedented speed, was an additional source of pressure, even though the impact was softened by forward exchange rate

déjà une vive reprise, non seulement au Canada, mais dans tous les pays occidentaux. Toutefois, de sérieuses divergences de vues séparaient alors ceux qui estimaient que la situation économique était meilleure fondamentalement qu'elle ne le paraissait de ceux qui étaient moins optimistes. Il en fut particulièrement ainsi au troisième trimestre de 1972, l'effet négatif de très nombreux arrêts de travail et d'un temps exceptionnellement inclément donnant l'impression d'un ralentissement de la croissance économique. Il semblait bien difficile également de prévoir combien de temps s'écoulerait avant que l'économie canadienne ne se rapprochât de nouveau des limites de l'appareil de production.

Durant la plus grande partie de 1972, on a craint notamment qu'un ralentissement de l'expansion monétaire et qu'une hausse des taux d'intérêt au Canada ne provoquent un afflux de capitaux et ne créent de nouvelles pressions à la hausse sur le cours du dollar canadien. Ce dernier s'était déjà considérablement apprécié depuis sa mise en flottement en mai 1970 et, vu les marges de ressources inutilisées et la forte concurrence étrangère à laquelle nombre de nos industries avaient à faire face sur les marchés intérieur et extérieur, toute hausse supplémentaire du dollar canadien à cette époque aurait été mal venue.

En tout état de cause, ce n'est qu'au printemps dernier que les Canadiens se sont rendus compte de la vigueur remarquable de la conjoncture au Canada ainsi que, d'ailleurs, dans le monde entier. L'indice le plus frappant de l'évolution survenue à l'étranger a été la hausse des prix des produits agricoles et des matières premières traitées sur les marchés internationaux, qui a été de loin supérieure à toutes celles qui avaient jamais été enregistrées jusque-là en temps de paix.

La politique économique commença à se modifier au début de cette année, en réponse à la pression croissante exercée sur le système bancaire par la forte demande de crédit attribuable à la vive expansion économique. Jusque-là, le volume des liquidités bancaires ne s'était guère modifié pendant plus d'un an. Par la suite, toutefois, dans le but d'empêcher que l'essor de la demande de crédit n'entraînaît une accélération encore plus marquée de l'expansion monétaire, la Banque du Canada pratiqua une politique de réserves-encaisse plus restrictive pour forcer les banques à charte à réduire considérablement leurs liquidités, dont le montant était déjà restreint.

Comme il devenait de plus en plus difficile et coûteux pour les banques de satisfaire entièrement la demande croissante de crédit, les taux d'intérêt commencèrent à subir une forte pression à la hausse. À cela s'ajoutait le

movements in the foreign exchange market. These circumstances led in due course to the announcement early in April of the first change in the Bank Rate since October 1971, and in subsequent months to a succession of further increases.

In order to leave no doubt as to how to interpret the traditional signals coming from the central bank — namely, the pressure on bank liquidity and the increases in the Bank Rate — we went to some lengths both in our public statements and in our discussions with the chartered banks to explain as frankly as possible what sort of response we were seeking. While emphasizing the need for the banks to moderate the recent pace of their over-all lending activity, we made it equally clear that under present conditions we wished to avoid anything in the nature of a drastic curtailment of bank lending. In this way we hoped to avoid a repetition of the pattern of events seen on occasion in the past — that is, a prolonged delay during which there was rather little change in bank lending policies, followed by an undesirably abrupt change when action could be put off no longer. In addition, we urged upon the banks that in accordance with their own expressed policies they should do their best to maintain a reasonable flow of bank credit to small businesses and to borrowers in the less buoyant regions of the country, while maintaining reasonable continuity in their residential mortgage lending as well.

We knew that it would be difficult for the banks to apply these general principles when dealing with individual applications for bank credit. There is no easy way in which the chartered banks can strike a nice balance somewhere in the middle ground between unrestricted bank lending and an abrupt turning off of the tap. We were encouraged, however, by the assurances we received from the banks that they would make every effort to co-operate along the lines we had suggested.

One consequence of shielding the more vulnerable categories of borrowers from restraint in bank lending is that the desired moderation of bank credit expansion must come about mainly through restraint on other classes of borrowers. Since in most cases large borrowers can turn to other sources of finance if denied access to bank credit, competition for funds is bound to push up interest rates to levels which will eventually bring the demand for funds and the supply into balance. Prompt changes in bank lending policies can make an important contribution to the control of credit and the money supply but interest rate changes still have an essential role to play. If monetary restraint is to induce some kinds of spenders somewhere in the economy to moderate their expendi-

comportement du loyer de l'argent à court terme aux États-Unis et en Europe, qui grimait à un rythme sans précédent, encore que l'incidence de ce facteur fût atténuée par l'évolution des cours du change à terme. Cette situation donna lieu, au début d'avril, à la première modification du taux d'escompte depuis octobre 1971 et, au cours des mois qui suivirent, à une série de relevements successifs.

Afin de ne laisser aucun doute sur l'interprétation à donner à ces signaux traditionnels de la banque centrale que constituent la pression sur la liquidité bancaire et les relevements du taux d'escompte, nous avons consacré une partie de nos déclarations publiques et de nos entretiens avec les représentants des banques à charte à exposer aussi franchement que possible l'objectif que nous poursuivions. Tout en soulignant la nécessité pour les banques de modérer le rythme d'accroissement récemment atteint par l'ensemble de leurs prêts, nous n'avons laissé aucun doute sur le fait que, vu les circonstances, nous tenions à éviter toute réduction brutale du crédit bancaire. De cette façon, nous espérions éviter la répétition d'un scénario, observé de temps à autre dans le passé, selon lequel une longue période où les politiques de prêt des banques demeuraient presque constantes était suivie par un revirement indésirable parce que soudain, à un moment où il n'était plus possible de ne pas passer à l'action. De plus, nous avons demandé instamment aux banques de faire de leur mieux pour continuer d'accorder, conformément aux politiques expressément formulées par elles, un volume raisonnable de crédit aux petites entreprises en général ainsi qu'aux clients des régions du pays où l'activité économique accuse un certain retard, tout en maintenant aussi à un niveau raisonnable l'encours de leurs prêts hypothécaires à l'habitation.

Nous n'ignorons pas que les banques éprouveraient beaucoup de difficultés à appliquer ces principes généraux à l'examen du cas particulier que constitue chaque demande de crédit. Il n'existe pas de recette facile conformément à laquelle les banques à charte pourraient réaliser le juste milieu entre l'ouverture toute grande des vannes du crédit ou leur fermeture complète. Nous nous sentions encouragés, toutefois, du fait que les banques nous avaient assurés qu'elles nous offriraient leur collaboration pleine et entière et ne négligeraient aucun effort pour suivre la voie que nous leur traçons.

Si l'on veut protéger les catégories les plus vulnérables d'emprunteurs contre les effets d'une politique restrictive du crédit bancaire, il faut que le ralen-

ture plans, it has to be either because they find access to credit too difficult or because they find it costs more than they are prepared to pay.

In recent months other central banks, both in the United States and a number of European countries, have allowed short-term interest rates to play a major role in their attempts to control the growth of money and credit. Interest rates in these countries have risen to historically high levels. Let me give you a few examples. In the United States the banks' prime lending rates for large borrowers are generally at 10 per cent and if allowance is made for the widespread practice of requiring borrowers to hold compensating deposit balances, the effective rate is in excess of 11 per cent. Rates on certificates of deposit with a maturity of 30 days to 90 days rose to a peak of 10½ per cent to 11 per cent; they have recently declined to just under 10 per cent. You will recall that in the United Kingdom the Bank Rate was raised in two successive weeks in late July from 7½ per cent to 11½ per cent. Prime lending rates are about 12½ per cent in that country and in Germany they are just as high. Short-term deposit rates in the Euro-dollar market rose to a peak of about 11½ per cent and have recently come down by about 1 per cent.

Although most Canadians regard the rise in short-term interest rates in this country since last spring as very steep, the fact is that rates in Canada have risen quite a bit less than in many other countries. As you know, the chartered banks' prime lending rates for large commercial borrowers are 9 per cent. Rates on short-term bank deposits have generally not exceeded 8½ per cent and rates on short-term commercial paper have recently been in the 8½ to 9 per cent range. These rates have moved up about 3 percentage points since the first quarter of the year but they remain significantly below external levels.

Because of the importance of chartered bank short-term deposits in our financial system, I think that there can be no doubt that the existence of the so-called "Winnipeg Agreement" has been an important factor in moderating the upward pressure on short-term interest rates in Canada. Under this Agreement, which in accordance with the Bank Act carries the approval of the Minister of Finance, a voluntary ceiling limits the interest rates chartered banks are able to offer on term deposits for periods of less than one year.

The interest rate ceiling set by the Winnipeg Agreement is now considerably higher than it was a few months ago. Increases were necessary in order to make it less difficult for the banks to continue to compete for funds in the short-term money market and to lessen correspondingly the

refusé, la rivalité dans la recherche de fonds ne peut manquer de porter le loyer de l'argent à un niveau où l'offre et la demande de capitaux s'équilibrent. Si des modifications opportunes des politiques de prêt des banques peuvent apporter une contribution importante au contrôle du crédit et de la masse monétaire, les fluctuations du loyer de l'argent jouent également un rôle de premier plan en la matière. Les mesures monétaires restrictives visant à pousser certains agents économiques à réduire leurs projets de dépenses doivent faire en sorte que ces derniers jugent les conditions du crédit trop difficiles ou le prix plus élevé que celui qu'ils sont disposés à payer.

Ces derniers mois, les banques centrales des États-Unis et d'un certain nombre de pays européens ont également, dans leurs efforts de contrôle de la croissance de la monnaie et du crédit, permis aux taux d'intérêt à court terme de jouer un rôle de premier plan. Le loyer de l'argent a atteint dans ces pays des niveaux sans précédent. Aux États-Unis, par exemple, le taux préférentiel appliqué aux prêts bancaires de montant élevé s'établit en général à 10% et si l'on tient compte de l'obligation souvent faite aux bénéficiaires de maintenir une certaine somme en compte, ce taux dépasse en réalité 11%. Les taux des certificats de dépôt à échéance de 30 à 90 jours ont atteint un plafond de 10½ à 11%; ils sont dernièrement redescendus à un peu moins de 10%. Vous vous souviendrez qu'au Royaume-Uni le taux d'escompte a été porté à la fin de juillet dernier, en l'espace de deux semaines, de 7½ à 11½%. Le taux de base se situe à environ 12½% dans ce pays et est tout aussi élevé en Allemagne. Les taux des dépôts à court terme sur le marché de l'eurodollar ont atteint un maximum de 11½% mais viennent de baisser d'environ 1%.

Bien que la plupart des Canadiens considèrent que les taux d'intérêt à court terme ont marqué une hausse très vive dans notre pays depuis le printemps dernier, leur progression en fait a été bien moindre que dans beaucoup d'autres pays. Comme vous le savez, le taux préférentiel des gros prêts bancaires aux entreprises est de 9%. Les taux d'intérêt sur les dépôts à court terme dans les banques n'ont généralement pas dépassé 8½% et le papier commercial à court terme payait récemment entre 8½ et 9%. Ces taux ont augmenté d'environ 3 points depuis le premier trimestre de l'année, mais restent bien inférieurs aux taux correspondants sur les marchés étrangers.

Comme les dépôts à court terme dans les banques à charte jouent un rôle important dans notre système financier, il est incontestable, à mon avis, que l'accord dit de Winnipeg a beaucoup contribué à l'atténuation de la pression à la hausse sur le loyer de l'argent à court terme au Canada. En vertu de cet accord, conclu avec l'assentiment du ministre des Finances

pressure of bank competition for funds in those areas of the market principally relied on as a source of financing by institutions specializing in mortgage lending.

There is another reason why the interest rate ceiling set by the Winnipeg Agreement has had to be raised. In recent months the differentials between short-term interest rates in Canada and those in the United States and the Euro-dollar market have been much wider than we have experienced before, and forward exchange rates have adjusted accordingly in the foreign exchange market. In the current international monetary environment the movement of forward exchange rates has been unusually effective in moderating the outflows of short-term funds from Canada in search of higher interest yields abroad, and thereby in shielding the lower level of short-term interest rates in Canada. There is, however, always a limit to the protection that can come from forward exchange rates, and it is a limit which changes with circumstances. Thus increases in the Winnipeg Agreement ceiling were necessary to forestall large outflows of short-term funds with undesirable consequences for the exchange rate.

Having attempted an explanation of what we have been trying to achieve through monetary policy, I come now to the question, how has the policy been working out? It is really too early to attempt a full answer to that question but I think there are some things that can be said. The extreme response of a drastic curtailment of bank credit has clearly been avoided, even though the banks have been kept in a very tight liquidity position. While no doubt those who would like to have obtained more accommodation from their banks feel that the situation has been quite tight, and certainly banks would like to have said "yes" more often, bank loans have in fact continued to grow at a rather high rate. And so has the money supply. The behaviour of bank loans in recent months indicates that there has been some moderation of the very high rates of loan expansion we saw earlier this year. So far, however, there is little evidence of any marked slowing of the rates of growth of the main monetary aggregates. The figures for the third quarter show a seasonally-adjusted rate of growth of the money supply, whether broadly or narrowly defined, of the order of 15 per cent a year, which is still pretty high. It was in part due to the view that the process of moderating the growth of money and credit had not gone far enough that the Bank Rate was raised again in September.

conformément à la Loi sur les banques, les banques à charte ont convenu de fixer un plafond à l'intérêt qu'elles peuvent verser sur les dépôts à terme de moins d'un an.

Le plafond prévu par l'accord de Winnipeg est maintenant beaucoup plus élevé qu'il y a quelques mois. Les relèvements dont il a été l'objet se justifiaient par la nécessité d'atténuer les difficultés que rencontraient les banques dans la recherche de fonds à court terme et de réduire d'autant les pressions auxquelles donnait lieu la concurrence que les banques livraient aux entreprises de crédit hypothécaire dans des secteurs du marché qui constituaient traditionnellement les principales sources de financement de ces dernières.

Une autre raison a contribué au relèvement du plafond des taux d'intérêt stipulé dans la convention de Winnipeg. Ces derniers mois, l'écart entre les taux d'intérêt à court terme pratiqués au Canada, aux États-Unis et sur le marché de l'eurodollar a été beaucoup plus prononcé qu'auparavant, et les cours du change à terme se sont modifiés en conséquence. Dans la conjoncture monétaire internationale actuelle, l'évolution des taux de change à terme a exceptionnellement bien réussi à réduire les sorties de capitaux spéculatifs et à empêcher que les taux d'intérêt à court terme au Canada, moins élevés qu'à l'étranger, ne s'inscrivent en hausse. Toutefois, il existe toujours des limites à la protection que procurent les cours du change à terme, lesquelles limites varient selon les circonstances. Aussi le relèvement du plafond de la convention de Winnipeg était-il nécessaire pour empêcher de grosses sorties de capitaux à court terme, qui n'auraient pas manqué d'avoir des conséquences indésirables sur le cours du change.

Après avoir tenté de vous exposer les objectifs de notre politique monétaire, j'en arrive à vous parler de ses résultats. Il est encore trop tôt pour les analyser en profondeur, mais nous pouvons quand même en tirer certains enseignements. Il est clair que nous avons réussi à éviter la réaction extrême que constitue une réduction brutale du crédit bancaire, même si les banques ont été tenues dans une position très serrée sous le rapport de la liquidité. Incontestablement, ceux qui auraient aimé que leur banque se montre plus généreuse en matière de crédit jugent que la politique monétaire a été très restrictive; les banques, elles, auraient certes souhaité de donner plus souvent à leurs clients une réponse affirmative. Pourtant, les prêts bancaires ont continué de croître à un rythme plutôt élevé, la masse monétaire également. Le comportement des prêts bancaires ces derniers mois laisse à penser que leur rythme très rapide d'accroissement s'est quelque peu modéré par rapport à ce qu'il était plus tôt dans l'année. Jusqu'ici, toutefois, il y a peu de signes

Usually when a central banker appears before a public gathering he can be reasonably sure in advance which aspect of the policy he has been following is most likely to strike his audience as requiring a rather full explanation, particularly when he has announced five successive increases in the Bank Rate in six months. Not surprisingly, Bank Rate increases tend to be more newsworthy than statistics on the growth of money and bank credit. Thus in many forums I would have expected to be confronted today with the job of trying to disabuse my listeners of the view that recent monetary policy in Canada has been undesirably and unnecessarily restrictive. I suspect, however, that an audience of experienced economy-watchers is unlikely to need much convincing on that score.

Nevertheless, I would like to say a word on the old question of the way in which one judges how restrictive or how easy monetary policy is. Some people concentrate on interest rates and conclude that the central bank has embarked this year on a very restrictive policy. Other observers tend to concentrate almost exclusively on the money supply and to conclude that monetary policy has been much too easy.

As you will have gathered, the Bank of Canada does not focus exclusively on the behaviour of any single class of indicators such as interest rates or monetary aggregates. We continue to pay a good deal of attention to the behaviour of interest rates both in Canada and abroad, if only because of the obvious importance of changing international interest rate relationships for our balance of payments and the foreign exchange value of the Canadian dollar. Of course we know, as you do, that interest rate levels, which on the surface look very high by comparison with the levels prevailing a few years ago, are not in effect as high as they look to be. This is because everywhere in the world both lenders and borrowers have increasingly adjusted to the quickened pace of inflation in recent years, with the result that interest rates have come to incorporate a substantial inflation premium.

So far as the growth rates of bank credit and money are concerned, it is probably fair to say that nowadays these are watched a good deal more closely by most central banks — including the Bank of Canada — than tended to be the case a few years ago, and that they are given considerable weight in policy formulation. In our own case, we continue to have certain reservations about how confidently one can, as a practical matter, derive very precise, reliable or workable policy guides for the

d'un ralentissement notable de la croissance des principaux agrégats monétaires. Le taux annuel désaisonnalisé de croissance de la masse monétaire — au sens strict ou au sens large — était au troisième trimestre de l'ordre de 15%, donc toujours relativement élevé. C'est en partie parce qu'on estimait que le ralentissement de la croissance de la monnaie et du crédit n'était pas suffisant que le taux d'escompte a de nouveau été augmenté en septembre.

Habituellement, lorsqu'un dirigeant de banque centrale prend la parole en public, il peut prévoir assez exactement quel aspect de sa politique a le plus de chances de susciter des questions de son auditoire, surtout s'il vient d'annoncer cinq hausses successives du taux d'escompte en six mois. Les relèvements du taux d'escompte, personne n'en sera surpris, sont un sujet plus passionnant que les statistiques sur la croissance de la monnaie et du crédit. Aussi, à beaucoup d'autres tribunes je m'attendrais à devoir convaincre mes auditeurs que la politique monétaire au Canada n'a été ni indésirablement ni inutilement restrictive. J'imagine, toutefois, que je n'aurai aucune peine à persuader de ce fait une assemblée de spécialistes des questions économiques.

Néanmoins, j'aimerais aborder le vieux problème du degré de restriction ou d'aisance d'une politique monétaire. Certains ne voient que les taux d'intérêt et concluent que la banque centrale s'est engagée cette année dans une politique très restrictive. D'autres confinent leur intérêt à la masse monétaire et en déduisent que la politique monétaire a été bien trop libérale.

Comme vous avez pu vous en rendre compte, la Banque du Canada ne se limite pas à l'examen d'une seule catégorie d'indicateurs économiques, les taux d'intérêt ou les agrégats monétaires par exemple. Nous accordons une attention continue au comportement du loyer de l'argent au Canada et à l'étranger, ne serait-ce qu'en raison de l'importance manifeste que revêtent pour l'évolution de notre balance des paiements et du cours du dollar canadien les variations de l'écart entre les taux d'intérêt sur divers marchés de par le monde. Bien entendu, tout comme vous, nous n'ignorons pas que les taux d'intérêt, qui de prime abord paraissent très élevés comparativement à leurs niveaux d'il y a quelques années, ne le sont après tout pas tellement en réalité car, partout dans le monde, prêteurs et emprunteurs tendant de plus en plus à tenir compte de l'accélération de l'inflation ces dernières années, le loyer de l'argent en est arrivé à comporter une majoration destinée à compenser l'effet de l'inflation.

En ce qui concerne l'expansion du crédit bancaire et de la monnaie, il semble que la plupart des banques centrales — y compris la Banque du Canada — la surveillent de nos jours avec bien plus d'attention qu'il y a quelques années,

conduct of monetary policy in Canada solely from the historical behaviour of these monetary aggregates. Among other things, we have the problem of taking account of institutional changes. Since the last Bank Act revision our banks have entered the term lending and residential mortgage fields on a much larger scale than formerly and this enlargement of their field of operations continues to affect the bank credit and monetary statistics. In the last twelve months, their holdings of residential mortgages rose by well over \$1 billion, or more than one third. Structural changes have occurred on the liability side as well: in the same period fixed-term personal deposits, which were not important before the Bank Act revision, have risen by over \$2 billion or almost 40 per cent. And there is evidence that within the fixed-term category of deposits the banks have been seeking deposits with a longer term to maturity than was formerly the case. Some account must be taken of these developments when assessing the growth in the more comprehensive monetary aggregates. But, as I have already indicated, in my judgment the fact remains that recent monetary expansion in Canada has been on the high side.

In saying this, I am aware that there is evidence that the pace of economic expansion has slowed since the exuberance of last winter and as the economy has approached the limits of its capacity. There have also been major strike distortions in the third quarter. There are always uncertainties about the underlying trend of activity and prospects for the future — the present always seems to be a poor time to choose to make an economic forecast — but there appears to be a fairly broad consensus among Canadian forecasters that there is a good deal of underlying strength in the economy, and I share this view. I would agree that in recent months we have seen a level of auto sales that may not be sustainable and that the extraordinarily high level of house-building may moderate. More generally, consumers may be inclined to postpone some kinds of discretionary spending as a result of sharply increased costs, particularly of food. On the other hand, there is ample evidence that a strong upsurge in business outlays on plant and equipment is underway, and external markets for many of our most important export industries, including agriculture, are likely to remain very strong next year.

I know that in the course of assessing the business outlook during this Conference you have been paying a good deal of attention to external developments, particularly those in the United States. In this uncertain

et qu'elle compte maintenant pour beaucoup dans la formulation des politiques. De notre côté, nous continuons de douter que l'on puisse tirer des lignes de conduite précises, fiables ou efficaces en matière d'orientation de la politique monétaire au Canada du seul comportement des agrégats monétaires dans le passé. Il nous faut, par exemple, résoudre le problème posé par les changements dans le cadre institutionnel. Depuis la dernière révision de la Loi sur les banques, ces dernières octroient bien plus de prêts à terme et de prêts hypothécaires à l'habitation que précédemment, ce qui ne cesse d'influer sur les statistiques du crédit bancaire et de la monnaie. Au cours des douze derniers mois, l'encours des prêts hypothécaires à l'habitation octroyés par les banques à charte s'est accru de bien plus d'un milliard de dollars, autrement dit de plus d'un tiers. Du côté du passif, il s'est produit également des modifications de structures : pendant la même période, les dépôts personnels à terme, dont le montant n'était guère significatif avant la révision de la Loi sur les banques, ont progressé de plus de 2 milliards de dollars, soit de près de 40%. On constate, en outre, que les banques cherchent à obtenir des dépôts à terme plus éloignés que précédemment. On ne peut négliger cette évolution lorsqu'on tente d'interpréter la croissance des agrégats monétaires les plus complets. Mais, comme je l'ai déjà indiqué, je suis d'avis que l'expansion monétaire au Canada ces derniers temps a été relativement vigoureuse.

Je me rends bien compte que l'expansion économique donne des signes de ralentissement par rapport à son exubérance de l'hiver dernier, l'économie s'étant rapprochée entre-temps des limites de l'appareil de production. Des grèves ont également causé de graves perturbations au troisième trimestre. L'avenir est toujours incertain et l'heure présente semble toujours mal choisie pour qui s'expose à faire de la prévision dans le domaine économique. Cependant les prévisionnistes canadiens semblent généralement partager l'opinion que l'économie est fondamentalement dynamique, et je suis personnellement du même avis. Je suis prêt à admettre que le niveau des ventes de voitures automobiles atteint ces derniers mois n'est probablement pas soutenable et que le rythme exceptionnellement élevé de la construction de logements risque de ralentir. Sur un plan plus général, les consommateurs peuvent se trouver enclins à remettre à plus tard certaines dépenses non indispensables, par suite de la vive augmentation des prix, en particulier des prix des produits alimentaires. Par contre, de nombreux indices démontrent que nous allons assister à une forte poussée des investissements en usines et en biens d'équipement et qu'un grand nombre de nos plus importants secteurs d'exportation, y compris l'agriculture, continueront probablement de bénéficier d'un marché très ferme à l'étranger l'année prochaine.

world, which has become even more uncertain with the outbreak of war in the Middle East, this is not an easy task. However, while it is not a universally-held view, a majority of United States business forecasters do appear to believe that the Administration stands a good chance of achieving an easing of the rate of economic growth next year that will successfully skirt recession while creating a climate more conducive to improved price performance. In addition, some respite from the upward spiral of food and commodity prices in world markets may not be far away and this would greatly reduce the pressure on price levels in North America. If we in Canada are to be in position to make the most of this situation, it is essential that we avoid internally-generated demand and cost pressures that would offset any potentially beneficial external influences. If we can manage our affairs well, the combination of these developments abroad and our own domestic policies could move our economy in an orderly way onto a sustainable path of economic growth with considerably lower rates of price increase than we have been experiencing.

While monetary policy is only one of the influences at work, it does seem to me that its task in the period immediately ahead is to try to help this process along, to try to avoid disruptive effects on credit markets and on the pace of economic activity in the shorter run while attempting to avoid rates of money and credit expansion that contribute to domestic inflationary pressure in the longer run. This is a tall enough order but it is what we are trying to do.

Dans l'évaluation des perspectives économiques que vous entreprenez au cours de ce colloque, vous accordez pas mal d'attention à l'évolution à l'étranger en particulier aux États-Unis. Le climat d'incertitude dans lequel nous vivons, et que le déclenchement des hostilités au Moyen-Orient vient aggraver, ne vous facilite guère la tâche. Quoi qu'il en soit, aux États-Unis, la majorité des prévisionnistes semblent croire que l'Administration américaine réussira probablement l'année prochaine à ralentir le taux de croissance de l'économie et ainsi à éviter une récession tout en créant un climat plus propice à une amélioration de la tenue des prix. En outre, nous nous trouvons peut-être à l'aube d'un arrêt provisoire de l'escalade des prix des produits alimentaires et des matières premières sur les marchés mondiaux, lequel atténuerait fortement la pression sur les prix en Amérique du Nord. Si nous désirons que notre pays soit en mesure de profiter au maximum de cette situation, il est indispensable de barrer la route aux pressions d'origine interne de la demande et des coûts, susceptibles d'anéantir l'incidence de tout facteur bénéfique provenant de l'extérieur. Si, par contre, nous parvenons à gérer nos affaires comme il le faut, la conjugaison de ces développements à l'étranger et des mesures prises sur le plan national pourrait permettre à notre économie de s'engager de manière ordonnée dans la voie d'une croissance économique soutenable, assortie d'une hausse des prix considérablement moindre que celle que nous connaissons.

Bien que la politique monétaire ne constitue pas le seul moyen d'action, il me semble qu'elle devrait avoir pour objectif dans l'avenir immédiat de promouvoir cette évolution. Elle devrait aussi chercher à éviter, à court terme, toute perturbation des marchés du crédit et du rythme de l'activité économique, tout en empêchant que l'expansion de la monnaie et du crédit n'atteigne un rythme de nature à favoriser à la longue une pression inflationniste intérieure. Notre tâche n'est pas facile, mais nous nous efforçons de la mener à bien.

## Staff research studies

*From time to time since 1969 the Bank of Canada has issued staff studies dealing primarily with questions of professional interest to economists engaged in applied research. Summaries of these reports are carried on a regular basis in the Review. A summary of a forthcoming study, No. 9, appears below. Persons wishing to receive this study may obtain single copies by writing to the Secretary's Department, Bank of Canada, Ottawa, K1A 0G9.*

*The views expressed in the studies are the personal views of the authors and no responsibility for them should be attributed to the Bank of Canada. Studies issued to date have been published in the original language only but they include a preface in both languages. Titles of the studies that have been published are carried in the list of other Bank of Canada publications in the back pages of the Review.*

### 9. Institutional mortgage lending in Canada, 1954-1968: An econometric analysis

*Lawrence B. Smith, Gordon R. Sparks*

Econometric models of the Canadian economy reflect the sensitivity of residential construction activity to monetary forces but rarely show explicitly the mechanisms through which monetary influences are transmitted. The purpose of this study is to examine these mechanisms by formulating econometric models of institutional mortgage lending that reflect the institutional arrangements governing the lending process. In particular the advance commitment procedure, whereby a borrower obtains a commitment for financing from an institutional investor some months before the funds are actually disbursed, is examined. The distributed lag between approvals and disbursements is measured for life insurance companies by using the Almon polynomial constraint method.

In addition to the mortgage commitment-disbursement lag, a number of other statistical problems arise in the specification of the mortgage investment functions for the institutions examined in the study. These statistical problems are considered and a stock adjustment model is

## Travaux de recherche

*Depuis 1969, la Banque du Canada publie de temps à autre des études portant sur des sujets très spécialisés, qui intéressent principalement les économistes se consacrant à la recherche appliquée. Des résumés de ces travaux paraissent à l'occasion dans la Revue. Le texte qui suit donne un aperçu de l'étude no 9, qui paraîtra prochainement. Les intéressés peuvent en obtenir le texte intégral sur demande écrite adressée au Secrétariat, Banque du Canada, Ottawa K1A 0G9.*

*Les opinions exprimées dans ces études sont strictement personnelles et n'engagent aucunement la Banque du Canada. Les travaux parus jusqu'ici ont été publiés dans la langue employée par leurs auteurs, mais comportent une préface dans les deux langues officielles. Les titres des travaux parus sont indiqués chaque mois, à la fin de la Revue, sous la rubrique «Autres publications de la Banque du Canada».*

### 9. Institutional mortgage lending in Canada, 1954-1968: An econometric analysis

*Lawrence B. Smith, Gordon R. Sparks*

Si les modèles de l'économie canadienne font état de la sensibilité de l'activité dans la construction résidentielle aux facteurs monétaires, ils explicitent rarement les mécanismes par lesquels se transmet leur influence. Cette étude a pour objet d'analyser ces mécanismes par l'élaboration de modèles économétriques du financement hypothécaire institutionnel qui reflètent les méthodes d'octroi des prêts. On étudie notamment la pratique en vertu de laquelle les investisseurs institutionnels s'engagent vis-à-vis des emprunteurs par une promesse ferme de financement quelques mois avant de verser effectivement les fonds. En ce qui concerne les compagnies d'assurance-vie, le retard échelonné entre les dates d'approbation des prêts et de versement des fonds est calculé par la méthode d'Almon ou méthode de contrainte par polynômes.

Au problème du délai entre les dates d'approbation et de versement s'ajoutent un certain nombre d'autres difficultés d'ordre statistique dans la formulation des fonctions de placement hypothécaire, au cours de la période

formulated and estimated to explain the mortgage investment behaviour of each of the major nonbank mortgage lending institutions during the 1954-1968 period. The portfolio structure of these institutions and the relationship between their mortgage lending and other investment activities are also briefly discussed.

In the case of life insurance companies, the empirical results suggest that the impact of interest rates is on the timing of mortgage acquisitions but that interest rates have very little effect on the steady-state stock of mortgages. In contrast, trust companies and mortgage loan companies appear to be influenced primarily by current yield differentials and do not appear to vary the timing of their commitments in response to expected movements in interest rates.

The final chapter contains a report on the simulation experiments carried out with a complete model of the mortgage market. Earlier empirical results, along with those reported in the study, are used in specifying this model. The effect of an exogenous change in the short-term interest rate on mortgage approvals is computed. Chartered bank lending is considered along with that of the other three institutions examined. Allowance is made in the model for the influence of interest rates operating through inflows of funds as well as on mortgage lending directly.

The results indicate that a change in monetary conditions has a considerable short-run impact on the supply of mortgage credit both through its effect on the inflows of funds into financial institutions and through its effect on the internal portfolio adjustments of these institutions. The speed of adjustment is fastest for chartered banks and trust companies, but, in dollar magnitudes, the largest impact of a change in monetary conditions is on life insurance companies.

1954-1968, de chacune des grandes catégories d'institutions intervenant dans ce domaine (banques exclues). Suit une brève analyse de la composition de leur portefeuille et de la relation entre leurs prêts hypothécaires et leurs autres placements.

Dans le cas des compagnies d'assurance-vie, les résultats obtenus empiriquement donnent à penser que le niveau des taux d'intérêt a une incidence sur les dates auxquelles sont effectués les prêts hypothécaires mais n'influe guère sur le stock de ces prêts en situation d'équilibre. Les sociétés de fiducie ou de crédit hypothécaire, par contre, semblent réagir surtout aux écarts entre les taux de rendement en vigueur et ne pas modifier en fonction de l'évolution escomptée des taux d'intérêt les dates auxquelles elles s'engagent à consentir des prêts.

Les derniers chapitres traitent des expériences de simulation effectuées à l'aide d'un modèle complet du marché hypothécaire. Pour la formulation de ce modèle, ont été utilisés aussi bien des données empirique obtenues précédemment que les résultats mentionnés dans cette étude. L'effet d'une variation exogène du taux d'intérêt à court terme sur les approbations de prêts hypothécaires est également évalué. L'activité des banques à charte dans le domaine du crédit hypothécaire est analysée parallèlement à celle des trois autres types d'institutions mentionnés. Il est tenu compte, dans le modèle, de l'influence des taux d'intérêt tant directement au niveau des prêts hypothécaires que sur le plan des rentrées de trésorerie.

Les résultats obtenus indiquent qu'un changement de la conjoncture monétaire a une vive incidence à court terme sur l'offre de crédit hypothécaire du fait qu'il agit sur les rentrées de fonds des institutions financières et entraîne des arbitrages dans leur portefeuille. C'est dans les banques à charte et les sociétés de fiducie que l'ajustement est le plus rapide, mais ce sont les compagnies d'assurance qui accusent, en dollars, les variations les plus importantes.

## Charts

S2	Fiscal policy and monetary aggregates
S2	Chartered banks
S4	Interest rates
S6	Government of Canada direct and guaranteed securities outstanding
S7	Financing of governments and business
S8	National accounts
S9	Selected economic indicators
S10	Labour market
S12	Prices
S13	Incomes and costs
S14	External trade
S15	Canadian balance of international payments

## Graphiques

S2	Politique financière et agrégats monétaires
S2	Banques à charte
S4	Taux d'intérêt
S6	Encours des titres émis ou garantis par le gouvernement canadien
S7	Financement des gouvernements et des entreprises
S8	Comptes nationaux
S9	Quelques indicateurs économiques
S10	Marché du travail
S12	Prix
S13	Revenus et coûts
S14	Commerce extérieur
S15	Balance canadienne des paiements

Symbols used in the charts  
A arithmetic scale  
L logarithmic scale

Abréviations utilisées dans les graphiques  
A échelle arithmétique  
L ordonnées logarithmiques

### Cover: Sunken treasure from "Le Chameau"

In July 1725 the French ship "Le Chameau" set sail from Rochefort, France for Louisbourg and Quebec in New France. As well as 316 passengers she carried a large quantity of gold and silver coins for the French garrisons in the two cities. The voyage across the Atlantic was apparently uneventful until the night of August 25th/26th, when a hurricane struck as the ship was approaching the shores of Cape Breton Island, flinging her onto the rocks in Kelpy Cove, about 12 miles from Fortress Louisbourg. No one on board survived the wreck. A large part of the cargo was washed ashore but the gold and silver coins remained at the bottom of the sea. Salvage operations were undertaken by divers brought from Quebec City but in spite of their efforts over the next year and a half only a small part of the treasure was recovered and the search was abandoned for over two hundred years. In 1965, after several years spent in study and research, a team of treasure hunters from Louisbourg succeeded in locating the treasure and in recovering a large part of it. The silver coins were écus, a French coin a little larger than our silver dollar. The gold coins were livres or Louis d'or, a gold coin similar in size to an English sovereign. The silver coins were badly corroded from exposure to salt water but the gold coins looked as fresh as the day they were minted. The Louis d'or illustrated on the front cover is from the Chameau treasure and is now in the Numismatic Collection of the Bank of Canada. Photography by John Evans, Ottawa.

### Subscriptions

Canada and the United States: \$10.00 per annum; \$25.00 for three years. All other countries: \$12.00 per annum; \$30.00 for three years. Public Libraries, Libraries of the Government of Canada and of Canadian provincial and municipal Governments (including Crown corporations and agencies), Libraries of Canadian and foreign educational institutions: one half of the regular rate. Subscription rates include the cost of postage at third class rates in Canada and the United States, afloat for other countries.

Reprints of articles are available in packages of ten copies at a price of \$1.00. Individual copies of the Review may be obtained at all Bank of Canada Agencies at a price of \$1.00 per copy.

Remittances should be made payable to the Bank of Canada, collectable in Canadian currency.

Correspondence should be addressed to: Bank of Canada Review,  
Bank of Canada,  
Ottawa K1A 0G9,  
Canada

The content of the Review may be reproduced or referred to provided that the Bank of Canada Review, with its date, is specifically quoted as the source.

### Couverture: Pièce provenant du navire *Le Chameau*

En juillet 1725, le bâtiment français *Le Chameau* quittait Rochefort à destination de Louisbourg et de Québec, en Nouvelle-France. Outre 316 passagers, il transportait une provision de pièces d'or et d'argent destinée aux garnisons de ces deux places. La traversée de l'Atlantique se déroula, semble-t-il, sans encombre mais, dans la nuit du 25 au 26 août, le navire fut pris dans un ouragan près de l'île du Cap-Breton et drossé sur les rochers de la crique Kelpy, située à une douzaine de milles de la forteresse de Louisbourg. Il n'y eut aucun survivant. Une bonne partie de la cargaison fut rejetée sur le rivage, mais les pièces d'or et d'argent restèrent au fond de l'eau. Des plongeurs amenés de Québec tentèrent de les récupérer mais ne réussirent à ramener à la surface, en une année et demie d'efforts, qu'une petite fraction du trésor. Il s'écoula plus de deux siècles avant que les recherches ne reprissent. En 1965, après plusieurs années de préparation, une équipe de spécialistes de Louisbourg réussit à repérer le trésor englouti et à en récupérer une grande partie. Le monnaie d'argent consistait en écus, pièces un peu plus grosses que nos dollars d'argent. Les autres pièces étaient des livres ou louis d'or de la dimension des souverains anglais. Les pièces d'argent ont beaucoup souffert de leur séjour prolongé dans l'eau de mer, mais les pièces d'or semblent sortir de l'Hôtel des monnaies. Le louis d'or reproduit sur la couverture provient du navire *Le Chameau* et fait partie de la collection numismatique de la Banque du Canada. Photographie: John Evans, Ottawa.

### Abonnements

Canada et États-Unis: 1 an, \$10; 3 ans, \$25. Tous autres pays: 1 an, \$12; 3 ans, \$30. Bibliothèques publiques, bibliothèques du gouvernement canadien, des gouvernements provinciaux et municipaux du Canada (y compris celles des sociétés et agences de la Couronne), bibliothèques des établissements d'enseignement au Canada ou à l'étranger: demi-tarif pour les exemplaires expédiés sous un seul pli.

L'abonnement comprend les frais de port, par courrier de troisième classe au Canada et aux États-Unis, par avion pour les autres pays. On pourra se procurer des tirés à part d'articles parus dans la Revue, au prix de \$1 le paquet de 10 exemplaires.

On pourra également se procurer des exemplaires de la Revue à toutes les agences de la Banque du Canada, au prix de \$1 chacun. Paiement à l'ordre de la Banque du Canada. Adresser toute correspondance à: La Revue de la Banque du Canada

Bank of Canada  
Ottawa K1A 0G9  
Canada

Reproduction autorisée à condition que la source - Revue de la Banque du Canada, mois et année - soit formellement indiquée.

## "The Bank of Canada during the period of postwar adjustment"

George S. Watts

*This article, the fifth in the series on central banking in Canada, deals with the years of transition during which postwar planning took shape and the economy moved back to a peacetime basis.*

Although no very precise limits can be set, the interval of postwar adjustment, of demobilization and transfer of workers from wartime industries to peacetime occupations, of dismantling wartime controls and reconverting the economy to a peacetime basis is a clearly recognizable phase in the economic history of Canada and of the Bank of Canada. It had been clear for some time prior to June 1945 that the end of the war in Europe was approaching; not only was active planning for the postwar period well advanced but a number of initial steps towards a return to a peacetime basis had been taken. On the other hand, the termination of the fighting in the Pacific came more suddenly than was expected, with resulting complications for postwar planning. The dating of the end of this transition period is also inevitably rather arbitrary: certain adjustments were quickly made and ceased to have much influence after the first year or so, while in other areas, the impact of the war was felt much longer. The period discussed here, from the year before the end of the war through 1948, has been chosen to cover the time during which problems of reconstruction and adjustment generally dominated the pattern of growth of the economy; it ends as the postwar resource boom, stimulated in part by mounting international tension, was beginning to gather momentum.

Despite the fact that postwar planning had reached an advanced stage by 1944, there was inevitably a good deal of uncertainty about the future.

*Mr. Watts has been with the Bank since 1936; he was recently appointed Archivist.*

## La Banque du Canada pendant la période d'adaptation à l'après-guerre

George S. Watts

*Cet article, cinquième d'une série consacrée à l'histoire de l'institut d'émission au Canada, traite de la période de transition qui débute par la mise en œuvre d'une planification de l'après-guerre et s'achève lors du retour à la normale de l'économie.*

Bien qu'on ne puisse la délimiter avec précision, la période d'ajustement consécutive à la fin des hostilités, qui vit la démobilisation, l'affectation des ouvriers travaillant dans les industries de guerre à des emplois de temps de paix, l'abolition des contrôles du temps de guerre et la reconversion de l'économie, constitue une phase bien distincte de l'histoire économique de notre pays et de la Banque du Canada. Il avait été manifeste bien avant juin 1945 que le dénouement du conflit en Europe ne pouvait tarder; non seulement la préparation méthodique de la période d'après-guerre en était à un stade très avancé, mais les autorités avaient même pris les premières mesures de réadaptation à une conjoncture de paix. La cessation des hostilités dans la zone du Pacifique, par contre, survint plus tôt que prévu, compliquant la planification de l'après-guerre. On ne peut, naturellement, déterminer à quel moment précis s'est terminée la période de transition; certains ajustements s'effectuèrent rapidement et, après environ un an, n'eurent plus d'effet notable, alors que dans d'autres domaines les répercussions de la guerre se firent sentir beaucoup plus longtemps. Au cours de la période analysée dans le présent article, qui va de l'année précédant la fin de la guerre à 1948 inclus, les problèmes de reconstruction et de réadaptation ont très fortement influencé le profil de croissance de l'économie; cette période se termine au moment où le boom des matières premières survenu après la guerre était stimulé en partie par un accroissement des tensions internationales et commençait à s'accélérer.

*M. Watts est à la Banque depuis 1936 et y occupe depuis quelques mois le poste d'archiviste.*



Relief at the approaching end of the war was tempered by apprehension about what would follow. Official views were conditioned by memories of the sharp inflationary boom after the 1914-18 war and the recession of the early 1920s that followed, and particularly by the prolonged depression of the 1930s. Although it was recognized that the backlog of civilian demands built up during the war posed an inflationary threat, the main preoccupation was whether it would be possible to sustain the wartime expansion of the economy and the accompanying high levels of employment on a peacetime basis. There was a natural desire, on the part of both business and government, to see the strictly administered structure of wartime controls dismantled promptly, yet at the same time there were fears about the consequences of too precipitate a scrapping of a system which over the past few years had become an integral part of the economic fabric of the country.

For Canada, it was clear that a crucial element in a successful adjustment in the postwar period would be the level of world trade. Wartime demands had increased even further the extent to which the Canadian economy was geared to exports. At the same time, the needs for relief and reconstruction of overseas countries as a result of the wartime devastation and distortion of their economies were clearly visible. The immediate problem was largely seen as one of finance and supply but the sharp contraction of world trade in the 1930s also pointed up the importance to Canada of the establishment in the postwar years of a satisfactory permanent system of world trade. While the seeds of a new and enlightened approach to dealing with these problems were present and in some cases germinating, it was by no means clear that the broad aims of the plans would be achieved or that, in the narrower sense, they would lead to the kind of world environment that would allow Canada to maintain an acceptable level of exports.

The problems faced by the Bank of Canada as the war ended were just as challenging and perplexing as those in other areas of public policy. Before the war monetary policy had been entirely in one direction — an effort to stimulate insofar as possible the badly lagging economy. During the war, various controls and regulations were relied on to keep in check mounting strains on the economy and the primary objective of monetary policy was to ensure that financial considerations did not limit the war effort.\* The situation that faced the Bank at the end of the war was very

\*See "The first phase of the Bank of Canada's operations: 1935-39" and "The Bank of Canada during the war years", Bank of Canada Review, November 1972 and April 1973, respectively.

Bien que la planification de l'après-guerre eût atteint un stade avancé en 1944, l'avenir restait évidemment assez incertain. Le soulagement qu'inspirait la fin prochaine du conflit était tempéré par l'apprehension de ses suites. Le souvenir de l'expansion inflationniste qui avait suivi la guerre de 1914-1918, de la récession du début des années vingt, mais surtout de la longue crise des années trente imprégnait la pensée des autorités du pays. Tout en admettant que le risque d'explosion de la demande insatisfaite au cours de la guerre constituait une menace inflationniste, on se préoccupait surtout de savoir s'il serait possible de conserver en temps de paix l'expansion économique et les niveaux élevés d'emploi atteints au cours de la guerre. Les milieux d'affaires, tout comme le gouvernement, manifestaient le désir bien naturel de voir démanteler rapidement le cadre rigide des réglementations de guerre, qui avaient été appliquées avec rigueur; toutefois, ils craignaient en même temps les conséquences d'une abolition précipitée d'un régime qui, au cours des dernières années, était devenu partie intégrante de la structure économique de notre pays.

Pour le Canada, il n'y avait pas de doute que le développement des échanges internationaux constituerait un des principaux garants du succès de l'adaptation à l'après-guerre. Les exigences du conflit armé avaient accru davantage la vocation exportatrice de l'économie canadienne. Parallèlement, il sautait aux yeux que les pays d'outre-mer dont le territoire avait été dévasté et l'économie perturbée par suite de la conflagration avaient besoin d'aide à la reconstruction. Le problème considéré généralement comme le plus pressant était celui du financement et de l'approvisionnement, mais la contraction brutale des échanges internationaux au cours des années trente avait fait comprendre combien il était important pour le Canada de réorganiser, une fois la paix revenue, le commerce international sur des bases durables et satisfaisantes. Bien que les pouvoirs publics eussent abordé ces problèmes avec un esprit novateur et éclairé, voire trouvé dans certains cas des solutions prometteuses, nul n'aurait osé affirmer que les plans élaborés permettraient d'atteindre leurs objectifs généraux, ni même qu'ils ouvriraient la voie à une conjoncture mondiale favorable au maintien d'un volume acceptable des exportations canadiennes.

Les problèmes posés à la Banque du Canada à la fin de la guerre étaient tout aussi compliqués que ceux qu'avaient à résoudre d'autres organes du pouvoir. Avant la guerre, la politique monétaire avait poursuivi un seul but: stimuler autant que possible une économie en forte perte de vitesse. Pendant la guerre, le pays avait eu recours à diverses mesures de contrôle pour juguler l'accroissement des pressions sur l'économie, et la politique monétaire avait

différent. Major adjustments would have to be made in the transitional period and while it was expected that controls would be removed gradually there was a danger of inflation so long as supplies remained inadequate to meet demand. The public's holdings of Government securities and bank deposits were much larger than before the war and there was the question of what would happen to money and bond markets as the public reduced its wartime level of saving and attempted to satisfy its pent-up demand for goods that had not been available during the war. Looking further ahead the Bank was concerned about the possibility of a postwar deflation once the backlog of demand had been met. There also were many external uncertainties; for the Bank one of the key questions was how long foreign exchange controls would or should survive.

### Planning for the postwar period

Before reviewing the course of developments during the first few years after the war and the role of the Bank of Canada, somewhat fuller reference should be made to views that were current as the end of the war approached and to the more important steps that were taken to build a viable framework for the postwar period.

In April 1945, the Government published a White Paper setting out its views and proposals on the transition to a peacetime economy.\* This document, which brought together the plans for the postwar period, bore the imprint of various Government departments and agencies rather than one single body. Further insights into official thinking at the time are provided by the annual reports of the Bank of Canada in the later years of the war and statements by Governor Graham Towers.

In the Annual Report of the Bank for 1943 reference was made to "the magnitude of the adjustments which Canada will face in maintaining high employment after the war." By the end of 1943 the number employed (including the armed services) had risen to 5.1 million from about 4 million in 1939 with close to 2 million engaged in the armed forces or in war related work. The report noted that the adjustments required would be of "unprecedented magnitude" and that "bold planning" was required by both the public and private sectors. Mr. Towers further elaborated his views in hearings before the House of Commons Banking and Commerce Committee in 1944. The occasion was the decennial

\*Employment and Income, with special reference to the initial period of reconstruction.

eu pour objectif premier d'empêcher que l'effort de guerre ne fût limité par des considérations d'ordre financier\*. À la fin de la guerre, la Banque du Canada se trouvait devant une situation toute différente. Des ajustements très importants allaient devoir être effectués au cours de la période de transition et, même si l'on prévoyait que les mesures de contrôle ne seraient abolies que progressivement, la menace d'inflation persistait aussi longtemps que l'offre restait inférieure à la demande. Les avoirs du public sous forme de titres du gouvernement et de dépôts bancaires étaient beaucoup plus considérables qu'avant la tourmente, et l'on se demandait comment évolueraient les marchés financiers lorsque la population épargnerait moins que pendant la guerre et tenterait de satisfaire des besoins qu'elle avait dû contenir pendant le conflit faute de biens disponibles. Visant encore plus loin, la Banque appréhendait qu'il ne se produisît une déflation une fois satisfaite la demande de rattrapage. De nombreux problèmes se posaient également sur le plan extérieur, dont l'un des plus importants était de savoir combien de temps encore le contrôle des changes survivrait ou devrait survivre.

### Préparation de l'après-guerre

Avant de replacer dans son contexte historico-économique le rôle de la Banque du Canada pendant les années qui ont suivi la fin des hostilités, il convient d'examiner, d'une part les opinions qui avaient cours à mesure qu'on voyait approcher la fin du conflit, d'autre part les principales mesures prises en vue d'apporter des solutions durables aux problèmes d'après-guerre.

En avril 1945, le gouvernement publia un Livre blanc, dans lequel il exposait ses vues et ses projets sur la transition à une économie de temps de paix\*. Ce document, qui résumait toute la planification pour la période d'après-guerre, portait l'empreinte des différents ministères et agences qui y avaient contribué plutôt que la marque d'un seul organisme. Pour avoir une idée plus précise de l'opinion des autorités en place à l'époque, il convient de se reporter aux Rapports annuels de la Banque du Canada pour les dernières années de la guerre et aux déclarations du Gouverneur Graham Towers.

Dans le Rapport annuel de 1943, il est fait mention de «l'ampleur des ajustements auxquels le Canada devra procéder pour conserver un niveau élevé d'emploi après la guerre». Le nombre de personnes au travail, quelque 4 millions en 1939, s'élevait à la fin de 1943 à 5.1 millions, dont près de 2 mil-

\*Voir *La Banque du Canada de 1935 à 1939: les premiers pas* et *La Banque du Canada pendant les années de guerre*, Revue de la Banque du Canada, numéros de novembre 1972 et d'avril 1973 respectivement.

\*Travail et Revenu, en ce qui a trait particulièrement à la première phase de la reconstruction.

renewal of bank charters and, though changes in the Bank Act at this time were minor, the Committee took the opportunity to examine the 1943 Annual Report and to query the Governor. In a statement on the need for planning, Mr. Towers noted that while the Bank "has neither the qualifications nor the authority to blueprint a program for post-war policy", the importance of the problem did warrant some mention in the Annual Report as a means of stimulating discussion. In further explaining his views, Mr. Towers stressed the dependence of the Canadian economy on foreign trade and the importance of giving the strongest possible support "to efforts to promote the wider international exchange of goods and services through appropriate measures in the fields of international monetary arrangements and commercial policy". It was important that private capital investment be stimulated and this meant the system of taxation should not stifle initiative. This did not necessarily mean taxes should be low but they should not be obstructive. While public works programmes could contribute to the goal of full employment, they were subject to important limitations and their scope was probably less than was commonly supposed. Great importance must be attached to raising the level of domestic consumption and in that connection both taxation policy and social security measures were important. He stated that he did not believe "that there is a magic wand in the form of a financial policy that will cause all the real and physical problems to dissolve... But the fact there is no magic financial policy need not prevent us from reaching our objective". In conclusion Mr. Towers stated that while he believed the emphasis after the war should be on meeting the costs of government programmes through taxation, "I would not hesitate to suggest, if conditions warranted, that substantial use might be made of monetary expansion initiated through central bank action".

In the ensuing discussion, a central theme of the questioning was whether the Bank might have eased the financial impact of the war by an increased issue of currency. At the conclusion of his appearance before the Committee, the Governor issued a statement covering the substance of his comments, in which he emphasized that the degree of credit expansion actually experienced had been an appreciable factor in making the wartime controls necessary. These controls plus public willingness to save had made it possible to avoid serious inflation. But there were limits to the stringency of controls and in his view it would have been madness to put further strain on them. He did not foresee a postwar

liens étaient des militaires ou avaient un emploi lié à l'effort de guerre. Les ajustements nécessaires seraient, selon le rapport, «d'une ampleur sans précédent» et exigeraient «une planification audacieuse» tant de la part des pouvoirs publics que du secteur privé. M. Towers précisa ses conceptions lorsqu'il fut appelé à comparaître en 1944 devant le Comité permanent de la Chambre des communes sur la banque et le commerce. À l'occasion du renouvellement décennal des chartes des banques, bien que seules des modifications d'ordre mineur allaient être apportées à la Loi sur les banques, le Comité décida d'étudier le Rapport annuel de 1943 et d'interroger le Gouverneur. Traitant de la nécessité de la planification, M. Towers notait que la Banque n'avait «ni la compétence ni le pouvoir de formuler un programme de politiques d'après-guerre» mais que le problème méritait, vu son importance, d'être abordé dans le Rapport annuel, ce qui permettait d'approfondir la question. Précisant sa pensée, M. Towers souligna que l'économie canadienne dépendait du commerce international et qu'il importait d'appuyer au maximum «les efforts visant à développer les échanges internationaux de biens et de services par l'adoption de mesures appropriées dans le domaine des accords monétaires internationaux et dans celui de la politique commerciale». Il convenait de stimuler les immobilisations du secteur privé, ce qui voulait dire que le régime fiscal ne devait pas étouffer l'esprit d'initiative. Le niveau d'imposition ne devait pas nécessairement être faible, mais ne pouvait pas non plus être oppressif. Si les programmes de travaux publics avaient un rôle à jouer dans la recherche du plein emploi, leur efficacité n'en était pas moins sérieusement limitée et leur portée était probablement moindre qu'on ne le supposait en général. Il était essentiel d'accroître la consommation intérieure et, à cet égard, la politique fiscale ainsi que les mesures de sécurité sociale étaient d'une importance primordiale. M. Towers ajouta qu'il ne croyait pas «à une baguette magique qui, prenant la forme d'une politique financière, saurait dissiper tous nos problèmes matériels... Mais le fait qu'il n'existait pas de politique financière dotée de pouvoirs surnaturels ne devait pas suffire à nous empêcher d'atteindre nos objectifs». Pour conclure, tout en estimant qu'il fallait s'efforcer de financer les dépenses des programmes gouvernementaux par l'impôt, M. Towers déclara: «Je n'hésiterais pas à proposer, si les conditions l'exigeaient, qu'on ait recours dans une large mesure à une expansion monétaire provoquée délibérément par la banque centrale.»

Le thème central de la discussion qui s'ensuivit fut la question de savoir si la Banque aurait pu atténuer les répercussions financières de la guerre par une émission accrue de billets. Après avoir terminé son exposé devant le

deflation brought about by contraction in the volume of money, but reiterated that if further credit expansion after the war was warranted, he would support it.

The major statement on postwar policy was, of course, contained in the Government's White Paper on Employment and Income in which a commitment was made that the major aim of policy would be "to maintain a high and stable level of employment and income." In the paper, the Government foresaw continuing strains until civilian production could be boosted and a need for a continuance of price controls and other anti-inflationary measures during a transition period. As well as a general commitment to policies that would make possible the attainment of high levels of employment and income, and the vigorous support of international efforts to encourage an expansion of world trade, the paper outlined a number of specific proposals. These included measures to stimulate exports and provide assistance to overseas countries, to encourage investment in housing, plant and equipment, and for supporting consumer income and expenditure. It referred to a number of specific steps that had already been taken. These included provision for relief to war-torn countries through the United Nations Relief and Rehabilitation Administration and for the extension of credits to other governments for the financing of Canadian exports. In addition, Canada had participated in the development of plans for the International Monetary Fund and the International Bank for Reconstruction and Development. On the domestic front, 1944 had seen the passage of legislation that in part provided the framework for postwar development - in particular the National Housing Act, the Family Allowances Act and the Industrial Development Bank Act.

The Bank of Canada was, of course, directly involved in the founding of the Industrial Development Bank as a subsidiary of the Bank with the Governor as President and essentially the same Board of Directors. Passage of the legislation incorporating the IDB in August 1944 brought to reality ideas that had been developing for some time in the minds of Bank officials as a specific contribution to postwar reconstruction. It was felt that there was a gap in the credit machinery of the country in the field of medium or longer term industrial credit for small or medium-sized enterprises. This type of credit had not ordinarily been provided by the chartered banks nor was it generally possible for small or medium-sized concerns to finance their capital needs in the open market. The IDB was thus designed to meet this need by providing credit to small or

Comité, le Gouverneur résuma l'essentiel de ses réponses dans un document où il soulignait que l'expansion du crédit avait contribué à rendre nécessaires les contrôles du temps de guerre. Ces mesures de contrôle et le fait que la population s'était montrée disposée à épargner avaient permis d'éviter une forte inflation. Mais la rigueur des mesures de contrôle n'était pas sans limite, et il était d'avis que c'eût été de la folie que de les rendre encore plus contraignantes. Il ne prévoyait pas qu'il se produirait après la guerre une déflation due à une contraction du volume de la monnaie, mais réitéra que si une nouvelle expansion du crédit s'imposait après la guerre, elle aurait son appui.

C'est, bien entendu, dans le Livre blanc publié par le gouvernement sous le titre «Travail et Revenu» qu'on trouve l'exposé le plus complet sur la politique d'après-guerre. Le gouvernement y déclarait que son objectif principal était «le maintien d'un niveau élevé et stable d'emploi et de revenu». Il prévoyait que des tensions continueraient de se manifester jusqu'à ce que la production de biens à usage non militaire pût être relancée et qu'il serait nécessaire de maintenir les contrôles des prix ainsi que les autres mesures anti-inflationnistes au cours de la période de transition. Dans le Livre blanc, le gouvernement s'engageait d'une manière générale à pratiquer des politiques visant à un niveau élevé d'emploi et de revenu et appuyait vigoureusement, sur le plan international, la prise de mesures destinées à favoriser un essor du commerce mondial. Il proposait également un certain nombre de mesures précises ayant notamment pour objet de stimuler les exportations et de fournir une aide aux pays d'outre-mer, d'encourager les investissements en logements, en usines et en biens d'équipement, de soutenir le revenu et la consommation des ménages. Une série de dispositions précises avaient déjà été prises, notamment en ce qui concernait l'assistance, par l'intermédiaire de l'Administration des Nations Unies pour le secours et la reconstruction, aux pays dévastés par la guerre et l'ouverture en faveur de gouvernements étrangers de crédits destinés au financement d'exportations canadiennes. En outre, le Canada avait pris part à l'élaboration du projet de création du Fonds Monétaire International et de la Banque Internationale pour la Reconstruction et le Développement. Sur le plan national, l'année 1944 fut marquée par la promulgation d'une série de lois - entre autres, la Loi nationale sur l'habitation, la Loi sur les allocations familiales et la Loi sur la Banque d'expansion industrielle - qui devaient tracer la voie à l'évolution future.

La Banque du Canada a, il va de soi, participé de près à la fondation de sa filiale, la Banque d'expansion industrielle; le Gouverneur de la Banque du

medium-sized manufacturing industries when it could not be obtained on reasonable terms or conditions elsewhere.

The bill ran into some criticism in Parliament but mainly the objections were of the nature of queries or doubts rather than outright opposition to the proposals. Some members expressed doubts as to whether the IDB should be a subsidiary of the Bank of Canada on the grounds that senior officials of the Bank had no experience with small loans or might be distracted from their primary function. There was criticism that it represented an intrusion into private enterprise, that there would be too much centralization of its loan activity, and that the provisions of the bill discriminated in favour of manufacturing industries to the disadvantage of other sectors of the economy. However it was pointed out that the new institution would have its own General Manager and specialized staff, that it was intended to establish branches across the country and that the Government had plans in preparation for sectors of the economy that fell outside IDB's area of activity.

The Industrial Development Bank Act was proclaimed on 30 September 1944 and the section authorizing it to make loans, on 1 November. Over the years since then the scope of the IDB's activities has been broadened to include other sectors of the economy and it has come to play an important role in the financing of small businesses and in the provision of expert advice to such enterprises. By 30 September 1973 the amount of loans outstanding had risen to \$730 million compared with the \$3.2 million authorized during the first year of operation. (The connection with the Bank of Canada has remained; recently the Government announced that it proposes to establish a new Crown corporation that will incorporate the operations of the IDB.)

The early postwar period also brought into prominence again the problem of Dominion-Provincial finance. The breakdown of the 1941 Conference on the recommendations of the Rowell-Sirois Report had been followed by wartime agreements with the provinces. These were extended to the end of 1946 and a conference was called early that year. As in the past, a number of senior officials of the Bank were involved, with Governor Towers as adviser to the Dominion representatives and Alex Skelton Research Advisor at the Bank, as Secretary, positions they held at the 1941 Conference.

Looking ahead, the Dominion Government put forward a number of broad proposals aimed at promoting high levels of employment. As well as new tax agreements under which the Dominion Government would

Canada est Président de la B.E.I. et les deux institutions ont pratiquement le même Conseil d'administration. L'adoption, en août 1944, de la loi portant création de la B.E.I. a permis de concrétiser des idées professées depuis quelque temps déjà par un certain nombre de hauts fonctionnaires de la Banque, désireux d'apporter une contribution positive à la reconstruction du pays après la guerre. Il y avait des lacunes, estimait-on, dans la structure du crédit à moyen ou à long terme mis à la disposition des petites ou moyennes entreprises. Les banques à charte n'octroyaient ordinairement pas de prêts de cette nature et il n'était généralement pas possible aux entreprises de cette taille d'obtenir des capitaux sur les marchés financiers. La B.E.I. était donc toute désignée pour répondre aux besoins de crédit des entreprises manufacturières petites ou moyennes lorsque celles-ci n'arrivaient pas à se procurer des capitaux ailleurs à des conditions raisonnables.

Le projet de loi fut l'objet de quelques critiques au Parlement, mais la discussion donna lieu à des déclarations teintées de scepticisme ou à des questions plutôt qu'à une opposition réelle. Certains députés furent d'avis qu'il ne convenait peut-être pas que la B.E.I. fût une filiale de la Banque du Canada, vu que les cadres supérieurs de la Banque n'avaient pas d'expérience dans le domaine des petits prêts et que cette charge supplémentaire les obligerait peut-être à négliger leurs fonctions principales. D'autres critiquèrent ce qu'ils considéraient comme une intrusion des pouvoirs publics dans le secteur privé, d'autres estimèrent que les opérations de prêt seraient trop centralisées ou que les dispositions de la loi favorisaient les industries manufacturières au détriment des autres secteurs de l'économie. Le nouvel établissement serait, leur répondit-on, pourvu d'un directeur général et d'un personnel spécialisé indépendants, et planterait des succursales dans tout le pays. Le gouvernement préparait également des plans à l'intention des secteurs économiques qui n'entraient pas dans le domaine des activités de la B.E.I.

La Loi sur la Banque d'expansion industrielle fut promulguée le 30 septembre 1944 et l'article autorisant celle-ci à effectuer des opérations de crédit le 1<sup>er</sup> novembre. Au fil des ans, la B.E.I. a élargi son champ d'activités à d'autres secteurs de l'économie et en est arrivée à jouer auprès des petites entreprises un rôle important de bailleur de fonds et de conseil. Au 30 septembre 1973, l'encours de ses prêts s'élevait à 730 millions de dollars, contre 3.2 millions pendant le premier exercice annuel. (La B.E.I. est toujours rattachée à la Banque du Canada, mais le gouvernement a rendu public récemment un projet de création d'une nouvelle société de la Couronne, qui reprendra les fonctions de la B.E.I.)

continue to have exclusive use of the personal and corporate income fields and in return would make annual rental payments to the provinces, the proposals included suggestions for much expanded social security measures and a cyclically timed public works programme financed by the Dominion Government. However, it proved impossible to come to an acceptable arrangement and though tax agreements were later worked out with some provinces, the suggestions for expanded social security and public works programmes were dropped for the time being; many of the ideas were implemented later in a different context.

At the same time as steps were being taken on the domestic front, the Canadian Government was actively participating in international efforts to establish a basis for postwar economic co-operation. The first formal discussions, which began in 1943, concerned proposals for an international monetary organization. It was hoped that the creation of machinery to extend credit to countries experiencing temporary balance of payments difficulties would ensure reasonable stability of exchange rates and encourage member countries to avoid adopting discriminatory practices, and that other measures aimed at reducing barriers and increasing international trade and investment would follow.

By early 1946, the agreement reached in 1944 at the Bretton Woods Conference on plans for the International Monetary Fund and International Bank for Reconstruction and Development had been ratified by enough countries to go ahead with the organization of the two institutions. Meanwhile negotiations were begun on establishing rules for international trade and reducing tariff barriers. Although the proposal for an International Trade Organization under which the negotiations began was not ratified by the United States, the first postwar multilateral reduction of tariffs took place under the General Agreement on Tariffs and Trade in 1948.

Senior officials of the Bank of Canada took an active part in many of these negotiations, notably those leading to the formation of the IMF and the IDB. At Bretton Woods and in the lengthy discussions that preceded it, Canada played an important mediating role in the working out of a compromise between the British and American positions. Governor Towers and Mr. Louis Rasminsky, then Chairman of the Foreign Exchange Control Board, were very much involved in the discussions and contributed to the major decisions taken as these institutions evolved. Mr. Rasminsky served at Bretton Woods as Chairman of the Drafting Committee of Commission I, dealing with the Fund.

Au début de la période d'après-guerre, le problème des relations financières entre le Dominion et les provinces se trouva de nouveau porté au premier plan des préoccupations. L'échec de la Conférence de 1941 sur les recommandations du Rapport Rowell-Sirois fut suivi d'accords conclus entre le gouvernement fédéral et les provinces pendant la guerre, lesquels furent prorogés jusqu'à la fin de 1946. Au début de cette année-là fut tenue une conférence à laquelle participèrent, comme par le passé, un certain nombre de hauts fonctionnaires de la Banque. Le Gouverneur de la Banque, M. Towers, siégea comme conseiller des représentants de l'État et le conseiller aux Recherches, M. Alex Skelton, comme secrétaire, tous deux occupant ainsi les mêmes fonctions qu'à la Conférence de 1941.

Dans une perspective à long terme, le gouvernement fédéral présenta un certain nombre de propositions générales visant à promouvoir un haut niveau d'emploi. Se réservant toujours l'imposition du revenu des particuliers et des sociétés en contrepartie de redevances annuelles aux provinces, le gouvernement fédéral préconisait à la fois la conclusion de nouvelles ententes fiscales, des mesures visant à un net élargissement du régime de sécurité sociale ainsi qu'un programme de travaux publics anticyclique. Toutefois, il se révéla impossible d'arriver à un compromis acceptable; des ententes fiscales purent par la suite être conclues avec quelques provinces, mais on renonça provisoirement aux deux autres recommandations. Un grand nombre de suggestions faites à cette époque ont fini par être adoptées dans un contexte différent.

En même temps que le gouvernement canadien traitait ces problèmes sur le plan intérieur, il prenait une part active aux efforts internationaux visant à jeter les bases de la coopération économique pour le lendemain de la guerre.

Les premiers entretiens officiels, engagés en 1943, portaient sur le projet d'un organisme monétaire international. On espérait que la mise sur pied de mécanismes permettant d'accorder des prêts aux pays dont la balance des paiements accusait des difficultés temporaires garantirait une stabilité raisonnable des changes et encouragerait les membres à ne pas adopter de pratiques discriminatoires; on pensait qu'il s'ensuivrait d'autres mesures visant à une réduction des barrières entre pays et à un accroissement du commerce et des investissements internationaux.

Vers le début de 1946, un nombre suffisant de pays avait ratifié l'accord, signé en 1944 à la Conférence de Bretton Woods, sur la création du Fonds Monétaire International et de la Banque Internationale pour la Reconstruction et le Développement, ce qui permit de procéder à la mise sur pied de ces deux organismes. Dans l'intervalle, les pays entamèrent des négociations sur

### The international environment

On the whole the transition to a peacetime economy was accomplished more smoothly and rapidly than had been anticipated. There was a temporary contraction of production and some rise in unemployment in 1946, but in both cases it was relatively moderate and was followed by a period of sustained economic growth extending into 1949. This does not mean that these years were without serious problems. Externally there were a number of largely unforeseen developments and their effect on Canada not only caused a good deal of worry but necessitated some abrupt shifts in policy. Whereas a major concern of postwar planning had been with the danger of deflation, the problem through most of the period was one of a strongly inflationary environment, largely as a result of external pressures.

Postwar planning was thrown out of gear by the sudden ending of the war in the Pacific and the work of establishing an international framework for the postwar world had to be carried on at the same time that urgent peacetime problems were coming to the fore. The end of war brought the termination of the elaborate programme of Mutual Aid and with it the basis for providing support to the war-devastated Allied countries. This meant immediate action had to be taken by Canada and the United States to maintain the flow of essential food and other supplies. Large-scale credits were advanced by the United States to Britain and other Allied countries. Canada took similar action, the credits extended amounting to more than \$1.8 billion. Although no specific period was established during which the credits were to be used, it was expected the drawings would extend over a period to 1950 and would be adequate to meet the needs of the recipient countries. It was realized there would be a drain on Canada's foreign exchange reserves but it was felt that the substantially higher level of reserves than existed before the war made it possible to follow a policy that would not only assist Allied countries to rebuild their war damaged economies but help to sustain a reasonable level of Canadian exports.

There was little reason to change these views through the early months of 1946. Meanwhile an early termination of U.S. price controls was clearly in prospect and in fact the powers of the Office of Price Administration (OPA) were allowed to expire at the beginning of July and, though there was a temporary reinstatement of certain measures, the programme came to a virtual end by October.

l'élaboration de normes devant régir le commerce international, ainsi que sur l'abaissement des barrières douanières. Si les projets de création d'une Organisation du commerce international qui servirent de prélude aux négociations furent pas ratifiés par les États-Unis, la première réduction multilatérale d'après-guerre des tarifs douaniers vit le jour en 1948, dans le cadre de l'Accord général sur les tarifs douaniers et le commerce.

De hauts fonctionnaires de la Banque du Canada contribuèrent activement à nombre de ces négociations, particulièrement à celles qui sont à l'origine du F.M.I. et de la B.I.R.D. Tant à la Conférence de Bretton Woods qu'à l'occasion des longs pourparlers antérieurs à celle-ci, le Canada joua un rôle important de médiateur dans la recherche d'un compromis entre les positions anglaises et américaines. M. Graham Towers, Gouverneur de la Banque, et M. Louis Rasminsky, à l'époque Président de la Commission de contrôle du change étranger, participèrent de près aux délibérations et apportèrent une contribution dynamique à l'élaboration des grandes décisions prises par ces institutions à mesure qu'elles recevaient leur forme définitive. M. Rasminsky occupa à Bretton Woods les fonctions de président du *Drafting Committee of Commission I* chargé des travaux relatifs au Fonds.

### Le contexte international

Dans l'ensemble, la transition à une économie de paix a été plus douce et plus rapide que prévue. Il se produisit en 1946 un bref fléchissement de la production et une certaine accentuation du chômage, mais l'un et l'autre furent relativement modérés et suivis par une période de croissance économique qui s'est prolongée jusqu'en 1949. Il ne faut pas en déduire que le Canada se trouva au cours de cette période à l'abri de tout problème sérieux. À l'étranger, on nota un certain nombre d'événements imprévus dont les effets au Canada, en plus de créer une atmosphère d'inquiétude, nécessitèrent certains changements radicaux de notre politique. Si la planification de l'après-guerre s'était principalement limitée à parer au risque de déflation ce fut, en fait, le climat fortement inflationniste, résultant surtout de pressions d'origine extérieure, qui souleva le plus de problèmes durant la plus grande partie de la période.

La cessation soudaine des hostilités dans la zone du Pacifique bouleversa la planification de l'après-guerre; la mise en place des nouvelles structures internationales d'un monde transformé par la dure épreuve dut s'effectuer au moment même où la paix provoquait à son tour des problèmes brûlants. Le cessez-le-feu entraîna la fin du programme bien au point d'Aide mutuelle et supprima la raison d'être de l'appui fourni aux pays alliés dévastés par la

On 5 July 1946, the Canadian dollar was revalued to parity with the U.S. dollar from the 9 per cent discount maintained throughout the war. This decision was based on a number of factors. Foreign exchange reserves had increased by a further \$250 million to nearly \$1.7 billion at the end of May. On the whole price controls had been more effective in this country than in the United States and on this basis the Canadian dollar was undervalued. The impact on Canada of a rise in U.S. prices as controls lapsed would be lessened, easing the strain on the price control structure still being maintained here.

It was only a matter of a month or so after the revaluation of the Canadian dollar that there began to be evidence of a substantial deterioration in Canada's balance of payments position. At about the same time, the whole question of foreign exchange control came up for debate in Parliament. The existing legislative basis for control was due to expire and the Government proposed an extension of the powers under a new bill. This provoked a good deal of debate on the need for retaining controls. Mr. Towers who appeared before the Senate Banking and Commerce Committee in support of the bill was questioned on this; his view was that the balance of payments was deteriorating and that controls were needed. By the time the Act was passed, this deterioration had become very evident.

By the end of 1946, foreign exchange reserves had fallen by more than \$400 million. The decline accelerated in 1947 and in the first eleven months of the year reserves fell by a further \$765 million, at one point dropping below \$400 million. The major reason for the decline was the substantial imbalance in Canada's international accounts that emerged as a result of an increase in imports paid for in cash and large exports financed by credit. It had been expected that there would be some decline in reserves as a result of the extension of credits to Allied countries but that these credits would be largely used by the end of 1947 was not foreseen. In part this reflected the fact that the needs of Western Europe were much greater than had been realized. The effect of this, however, was compounded by the serious setback to the restoration of production in Western Europe as a result of the unusually severe winter of 1946-47 and by the sharp rise in U.S. prices that followed the collapse of price controls in that country. As a consequence there was a much more rapid drawdown of U.S. and Canadian loans than had been anticipated. At the same time the developments in Europe and the United States affected Canadian imports in a way that had not been foreseen. Imports from

guerre. Le Canada et les États-Unis durent sans perdre de temps prendre des mesures pour assurer la constance de l'approvisionnement en denrées alimentaires et autres produits essentiels. Dans cet ordre d'idées, les États-Unis ouvrirent d'importants crédits à la Grande-Bretagne et à d'autres pays alliés. Le Canada prit des mesures similaires, octroyant des prêts d'un montant total de plus de 1,8 milliard de dollars. Bien qu'aucune période spécifique ne fut prévue pour l'utilisation de ces crédits, on s'attendait qu'ils suffiraient à couvrir les besoins des pays bénéficiaires jusqu'en 1950. De toute évidence, les réserves de change du Canada allaient baisser, mais leur niveau sensiblement plus élevé qu'avant la guerre permettait l'adoption d'une politique qui aiderait non seulement les pays alliés à réédifier leur économie dévastée mais encore notre pays à conserver un volume raisonnable d'exportations.

Il n'y avait guère de raisons de modifier ces prévisions au cours des premiers mois de 1946. Dans l'intervalle, il était devenu manifeste que le contrôle des prix serait bientôt aboli aux États-Unis. Effectivement, les pouvoirs de l'*Office of Price Administration* ne furent pas renouvelés au début de juillet et, même si certaines mesures furent temporairement rétablies, le programme cessa pratiquement d'exister en octobre.

Le 5 juillet 1946, le dollar canadien qui, pendant toute la durée de la guerre, avait accusé une décote de 9% par rapport au dollar américain, fut réévalué; cette mesure qui établissait la parité entre le dollar canadien et le dollar américain se justifiait par un certain nombre de considérations. Les réserves de change s'étaient accrues de 250 millions de dollars et totalisaient 1,7 milliard à la fin de mai. Dans l'ensemble, le contrôle des prix s'était révélé plus efficace au Canada qu'aux États-Unis, de sorte que le dollar canadien se trouvait sous-évalué par rapport au dollar É.-U. La réévaluation atténuerait l'incidence au Canada d'une éventuelle hausse des prix aux États-Unis consécutive à l'extinction des contrôles, ce qui diminuerait les pressions sur les mécanismes de régulation des prix restés en vigueur dans notre pays.

Il s'était à peine passé un mois depuis la réévaluation du dollar canadien que la balance canadienne des paiements commença à donner des signes de détérioration marquée. À peu près à la même époque, toute la question du contrôle des changes fut remise sur le tapis au Parlement. La période d'application des mesures de contrôle tirait à sa fin et le gouvernement proposa de la proroger par l'adoption d'une nouvelle loi. Ce projet donna matière à de nombreuses discussions sur la nécessité du maintien des contrôles. M. Towers se présenta devant le Comité sénatorial sur la banque et le commerce et répondit aux questions des membres par un plaidoyer en faveur du projet de loi. Selon lui, la balance des paiements était en train de se dégrader et les

the United States rose sharply, in part because of the concentration of demand there as a result of the limited availability of supplies elsewhere; at the same time the sudden sharp rise in U.S. prices added significantly to the cost.

Exchange control regulations were progressively tightened through 1947 and for a time were more stringent than during the war. By late 1947 it had become clear that more drastic action was necessary to conserve dollars. In early December, the Government placed quotas and restrictions on a lengthy list of imports, including an outright ban on some consumer goods. A line of credit was arranged with the U.S. Export-Import Bank and U.K. drawings on the Canadian credits still outstanding were restricted. An active part was played by the Bank of Canada in the working out of these measures. The Foreign Exchange Control Board was, of course, directly involved in a variety of ways in the effort to buttress the balance of payments; its administration had become more closely tied in with the Bank and around this time, most of its employees were transferred to the staff of the Bank.

The turn-around in Canada's balance of payments came quite quickly. Within a few months foreign exchange reserves began to recover and by the end of 1948 had risen to nearly \$1 billion. Within a relatively short time it was possible to progressively relax the import restrictions and to ease the stringency of foreign exchange controls. It is not practicable to list here all the factors contributing to this improvement but the most important was the initiative taken by the United States in providing assistance to European countries. The European Recovery Programme (Marshall Plan) came into effect in April 1948; without this generous action by the United States, Western European countries would have had to curtail drastically their imports from dollar countries and their economic recovery would have been much slower. The Annual Reports of the Bank of Canada and of the Foreign Exchange Control Board for 1948 both stressed the importance of this to Canada in that it made it possible for Western European countries to pay in cash for their essential imports from Canada.

#### Monetary policy

The situation that faced the Bank of Canada with the end of war and transition to peacetime conditions, differed markedly from any it had previously experienced. Within an unexpectedly short space of time, the wartime structure of controls (apart from foreign exchange controls) was

contrôles étaient indispensables. Lors de la promulgation de la loi, cette détérioration était déjà devenue manifeste.

À la fin de 1946, les réserves de change avaient diminué de plus de 400 millions de dollars. Le fléchissement s'accéléra en 1947, année où les réserves subirent de janvier à novembre une ponction de 765 millions, tombant même à un moment donné à moins de 400 millions. Cette contraction des réserves résultait surtout du déséquilibre marquant des comptes internationaux du Canada, attribuable lui-même à un accroissement de ses importations au comptant et au fort volume d'exportations à crédit. Si une certaine baisse des réserves par suite de l'octroi de crédits à des pays alliés n'était pas imprévue, on ne s'était pas imaginé que le plus clair de ces crédits serait déjà utilisé à la fin de 1947. En fait, l'ampleur des besoins de l'Europe occidentale avait été bien supérieure aux prévisions. Qui plus est, la reprise de la production dans cette partie du monde fut sérieusement entravée par l'hiver exceptionnellement rigoureux de 1946-1947 et, aux États-Unis, l'expiration du contrôle des prix se traduisit par un vif renchérissement. De ce fait, les crédits canadiens et américains furent utilisés beaucoup plus rapidement que prévu. Parallèlement, les développements survenus en Europe et aux États-Unis eurent des répercussions inattendues sur les importations au Canada. Le volume des importations en provenance des États-Unis augmenta vivement, en raison notamment du faible niveau de l'offre dans les autres pays; de plus, l'escalade des prix chez nos voisins du Sud entraîna un renchérissement sensible de ces importations.

La réglementation du contrôle des changes fut graduellement renforcée au cours de l'année 1947 et, pendant un certain temps, fut même plus stricte que pendant la guerre. Vers la fin de 1947, il était devenu évident que la conservation des réserves en dollars exigeait la mise en œuvre au Canada de mesures plus énergiques. Aussi le gouvernement décida-t-il, au début de décembre, de contourner ou de restreindre l'importation d'un grand nombre de produits et même d'interdire complètement l'entrée de quelques biens de consommation. Le Canada obtint une ligne de crédit de l'Export-Import Bank américaine et soumit à des restrictions les tirages sur les crédits ouverts au Royaume-Uni. La Banque du Canada contribua activement à l'élaboration de ces mesures. Il va sans dire que la Commission de contrôle du change étranger participait directement et de diverses façons à cette lutte pour le renforcement de la balance des paiements; les liens entre la Commission et la Banque s'étaient encore resserrés et, vers cette époque, le gros de son personnel fut muté à la Banque.

Le renversement de la balance canadienne des paiements ne se fit pas long-

dismantled\* and the Bank once again took on its normal responsibility for monetary policy. Compared with the 1930s, however, when the major concern had been to increase employment, the economic environment was one of virtually full employment and strong inflationary pressures. Consumer demand and capital investment after being held back during the war were rising strongly, buoyed by the large accumulation of savings, and prices were being pushed up by the sharp rise in U.S. prices. At the same time, the strength and persistence of these pressures were not known. There were continuing fears that once industry had been fully reconverted to civilian production and the immediate backlog of demands had been met, deflation would set in. It was far from clear that the problems and difficulties of the external situation would be resolved without a serious threat to Canada's exports. More generally attitudes were still strongly influenced by the experience of the inter-war years. The boom of the 1920s, except for a few sectors of the economy, had been more of a stock market phenomenon than a genuine large-scale expansion, while the 1930s had been marked by a contraction and stagnation that had only ended with the war.

In the circumstances, it is not surprising that views on monetary policy in this country as in the United States and Britain as the war ended reflected a preoccupation with the difficulties of transition and concern over unemployment. In February 1944, the Bank of Canada lowered the Bank Rate from 2 1/2 per cent to 1 1/2 per cent. In referring to the reduction, the Annual Report for 1943 noted that the stage had come when thought needed to be given to the economic problems that will arise after the war. It went on to state:

*"One factor which will affect decisions is the prospective cost of borrowing. It therefore seems appropriate that the Bank should, by reducing its Rate, signify its intention to continue the kind of monetary policy which has brought about the current level of interest rates. A policy aimed at higher interest rates would only become intelligible if, after war shortages are over, consumers' expenditure and capital development were to proceed at a rate which would overstrain our productive capacity. I see no prospect of such a situation arising in a form which would call for a policy of rising interest rates.*

*Admittedly, the rate of interest is only one of many factors influencing*

\*By April 1947, the controls had been largely removed; Mr. Donald Gordon returned to the Bank of Canada and resumed the active role of Deputy Governor after an absence of about five years during which he served as Chairman of the Wartime Prices and Trade Board.

temps attendre. Après quelques mois, les réserves de change commencèrent à se reconstituer: à la fin de 1948, elles atteignaient déjà le milliard de dollars. En un laps de temps relativement court, il devint possible d'assouplir progressivement les mesures de restriction à l'importation et d'atténuer le contrôle des changes. On ne saurait énumérer ici tous les facteurs qui ont joué en faveur de cette amélioration, mais le plus important d'entre eux a été l'aide américaine à l'Europe. Le Programme de relèvement européen ou Plan Marshall entra en vigueur en avril 1948: sans cette généreuse initiative des États-Unis, les pays d'Europe occidentale auraient dû procéder à une réduction draconienne de leurs importations en provenance de la zone dollar et leur reprise économique eût été beaucoup plus lente. Les Rapports annuels pour 1948 de la Banque du Canada et de la Commission de contrôle du change étranger soulignèrent tous deux l'importance pour le Canada et l'aide américaine aux pays de l'Europe occidentale, qui permit à ces derniers de régler en espèces l'importation de denrées essentielles en provenance du Canada.

#### La politique monétaire

La fin de la guerre et la transition vers une économie de temps de paix formaient pour la Banque du Canada un décor foncièrement différent de tous ceux dans lesquels elle avait jamais évolué auparavant. Dans un délai beaucoup plus court que prévu, la réglementation du temps de guerre (à l'exclusion du contrôle des changes) fut abolie\*, et la Banque put reprendre ses responsabilités normales en matière de politique monétaire. Toutefois, si dans les années trente les autorités s'étaient surtout préoccupées d'assurer un accroissement de l'emploi, la conjoncture de l'époque qui fait l'objet de la présente analyse était elle, par contre, caractérisée par ce qu'on est convenu d'appeler le plein emploi et par un climat de très fortes tensions inflationnistes. La demande de biens de consommation et la dépense d'investissement, toutes deux contenues durant la guerre, enregistraient sous la poussée d'une épargne abondante une progression rapide, tandis que les prix grimpaient sous l'impulsion d'un vif renchérissement aux États-Unis. Pourtant, on n'était guère fixé, à l'époque, sur la vigueur ni sur la persistance de ces pressions, craignant toujours l'apparition de la déflation une fois achevée la reconversion de l'industrie et satisfaite la demande accumulée. Par ailleurs, on ignorait si les problèmes imputables au contexte international pourraient

\*En avril 1947, les mesures de contrôle avaient presque toutes été abolies. M. Donald Gordon reprit ses fonctions de Sous-gouverneur à la Banque du Canada après avoir été pendant environ cinq ans Président de la Commission des prix et du commerce en temps de guerre.

*Canada's economic position, and it is probably not as important an instrument of control as was once supposed. It remains true, however, that the prospect of unstable interest rates could make it exceedingly difficult for business to formulate long-term plans. Moreover, high borrowing costs would hamper new investment in plant, equipment and housing, would restrict the expansion of employment, and would seriously complicate the task of government financing."*

The move was made at this time both to indicate that a policy of low interest rates would be followed after the war and to allay concern that bond prices would collapse as they had after the first world war. The Canadian public had accumulated liquid assets on a substantial scale during the war; by 31 March 1946 their holdings of Government securities were more than three times greater than before the war and deposits at chartered banks were more than double. For the chartered banks the main counterpart to the increase in deposits was in their holdings of Government securities; bank loans, on balance, were only slightly higher. The much enlarged public debt meant that considerations of debt management were much more important than in the past.

As it turned out the economic expansion of the early postwar years was much more firmly based than was realized at the time. The underlying strength of consumer demand was much greater than had been anticipated and with expanding demand in the United States, capital investment began to forge ahead, particularly in the forestry and mining sectors where there had been an interval of close to two decades with virtually no net new investment. By 1947, when the first major discovery of oil in Western Canada was made, there were early indications that the basis was being laid for a substantial expansion of Canada's resource industries, though the full postwar boom was still some distance away.

Although the major upward pressure on prices came from external sources, the accelerating trend of economic activity through 1946-47 added to the inflationary environment. Between mid-1946 and the end of 1947, the wholesale price index rose by 34 per cent and the cost of living index by 18 per cent. While this may have been largely unavoidable in view of the even sharper increases in U.S. prices, it gave cause for serious concern. Prices continued to rise in Canada during 1948 after they had levelled off in the United States but this largely reflected the lower level of prices here as a result of the more gradual removal of controls.

Despite the strength of the expansion and concern over inflationary pressures, recognition that the situation had changed fundamentally

être résolus sans mettre en danger les exportations canadiennes. En général, l'expérience de l'entre-deux-guerres marquait encore profondément les esprits. Le boom des années vingt avait constitué, sauf exceptions, un phénomène boursier plutôt qu'un réel essor, et avait été suivi au cours des années trente par une ère de stagnation et de recul qui ne s'était terminée qu'avec la guerre.

En l'occurrence, au Canada tout comme aux États-Unis et en Grande-Bretagne, les conceptions en matière de politique monétaire à la fin de la guerre, nul ne s'en étonnera, reflétaient l'appréhension d'une transition difficile et la crainte du chômage. En février 1944, la Banque du Canada porta le taux d'escompte de 2½ à 1½%. Se référant à cette réduction, le Gouverneur de la Banque faisait remarquer dans son Rapport annuel pour 1943 que le moment était venu de penser aux problèmes économiques qui se poseraient au lendemain de la guerre.

*«Un des éléments de décision, disait-il, est l'évolution présumée du prix de l'argent. Il semble donc opportun que la Banque, en abaissant son taux d'escompte, manifeste son intention de poursuivre une politique monétaire du genre de celle qui a porté le loyer de l'argent à son niveau actuel. Une politique visant à relever les taux d'intérêt ne serait compréhensible que si, la pénurie du temps de guerre passée, les dépenses de consommation et d'investissement devaient atteindre un rythme qui dépasserait les ressources de notre appareil de production. Je ne prévois pas qu'une telle situation se dessine, qui justifierait une politique de relèvement des taux d'intérêt.*

*Bien entendu, le loyer de l'argent n'est qu'un seul des nombreux facteurs de la conjoncture économique au Canada et n'a, comme instrument de contrôle, probablement pas l'importance qu'on lui accordait autrefois. Il n'en demeure pas moins vrai que la perspective d'une instabilité des taux d'intérêt pourrait compliquer excessivement la formulation des projets à long terme des entreprises. En outre, une hausse des taux d'intérêt entraverait le flot des nouveaux investissements en usines, en biens d'équipement et en logements, freinerait l'expansion de l'emploi et compliquerait sérieusement le financement des besoins du gouvernement.»*

Le timing de la réduction du taux d'escompte visait à signaler l'intention de mener après la guerre une politique d'argent bon marché et de dissiper la crainte d'une répétition de l'effondrement du cours des obligations qui s'était produit après la première guerre mondiale. Le public avait accumulé des liquidités considérables au cours du dernier conflit; au 31 mars 1946, ses avoirs en titres du gouvernement avaient triplé et ses dépôts bancaires plus que doublé par rapport à leur niveau d'avant la guerre. Au bilan des banques à charte, la contrepartie de l'accroissement des dépôts se retrouvait principalement dans leurs portefeuilles de titres du gouvernement, car les prêts

from the pre-war years came only slowly in Canada as in most other countries. The policy adopted by the Bank of Canada was broadly similar to that followed in the United States and Britain. The aim was to limit the growth of chartered bank cash reserves and to restrain the use of bank credit without at the same time producing unsettled conditions in the bond market. As Mr. Towers noted later in reviewing postwar monetary policy at the time of the 1954 Bank Act Revision "under certain circumstances these two aims were a pair of horses which could not be driven in double harness". He went on to state that "concern with reasonable stability of bond prices and interest rates tended to have priority". As in other countries, this emphasis was reflected in a low and stable level of interest rates through much of the period.

During the first year after the war the conversion by the public of some of their holdings of Government bonds was reflected in a further increase in deposits at chartered banks. At the same time, a budgetary surplus enabled the Government to reduce the amount of Deposit Certificates held by the banks, which had been used as a means of war financing. With as yet only limited demand for loans, the banks invested in longer term and higher yielding Government bonds with a consequent increase in their earnings. In March 1946, the banks agreed to limit their holdings of longer-term Government bonds to not more than 90 per cent of their Canadian personal savings deposits. They further agreed that earnings on such bonds should not exceed the cost of operating their savings business by more than a moderate profit margin. In the event the ceiling on holdings of Government securities was largely inoperative as the banks shortly began to expand their loans and there was further growth in savings deposits.

During 1947, the strong upward pressure on prices and accelerating pace of economic activity became increasingly evident. Chartered banks holdings of Government securities declined, largely reflecting the paying off by the Government of the remaining Deposit Certificates and certain other securities. At the same time there was a very substantial expansion in bank loans, in part reflecting increased inventory financing. Although a strong growth of bank loans was to be expected in the circumstances, the growing practice of the banks of extending term loans to business through the purchase of corporate serial debentures was a source of concern. Such purchases rose sharply in 1947 and by early 1948 it was apparent that business intended to further increase capital investment with consequent pressure on available labour and supplies.

Meanwhile, the decision was taken in early 1948 to allow a modest

bancaires, pour leur part, n'avaient que légèrement augmenté. La progression considérable de la dette publique indiquait que sa gestion avait acquis beaucoup plus d'importance que par le passé.

En l'occurrence, l'expansion économique des premières années d'après-guerre reposait sur des fondements beaucoup plus solides qu'on ne le réalisait à l'époque. La vigueur fondamentale de la demande des ménages fut bien plus forte que prévue et, à la faveur de l'essor de la demande aux États-Unis, les dépenses d'investissement, particulièrement dans les secteurs de la forêt et des mines, commencèrent à progresser, après avoir connu tout près de deux décennies de stagnation. En 1947, à l'époque des premières découvertes de grands gisements de pétrole dans l'Ouest du Canada, les signes avant-coureurs d'une expansion substantielle de l'industrie des richesses naturelles du Canada se faisaient sentir, quoique cette industrie n'eût pas encore atteint le plein épanouissement qui lui était promis.

Bien que les principales pressions sur les prix fussent d'origine étrangère, l'accélération de l'activité économique en 1946 et en 1947 contribua à aggraver le climat inflationniste. Du milieu de 1946 à la fin de 1947, l'indice des prix de gros augmenta de 34 points, l'indice du coût de la vie de 18. Ces hausses étaient dans une large mesure inévitables, compte tenu de la flambée encore plus spectaculaire des prix aux États-Unis, mais elles n'en constituèrent pas moins un sérieux motif de préoccupation. Les prix continuèrent de grimper au Canada en 1948, alors qu'ils plafonnaient aux États-Unis, ce qui s'explique par le niveau moins élevé des prix au Canada, où les mesures de contrôle avaient été abolies par étapes.

Malgré la vigueur de l'expansion et en dépit de la crainte de l'inflation, on ne se rendit que très lentement compte, au Canada et dans la plupart des autres pays, que la situation s'était fondamentalement modifiée par rapport aux années d'avant-guerre. La politique de la Banque du Canada fut dans l'ensemble semblable à celle des États-Unis et de la Grande-Bretagne. L'objectif était de limiter la croissance des réserves-encaisse des banques et de restreindre l'utilisation du crédit bancaire sans pour autant créer un climat d'incertitude sur le marché obligataire. Lors de la révision de la Loi sur les banques en 1954, M. Towers, en passant en revue la politique monétaire d'après-guerre, faisait remarquer qu'"en certaines circonstances les deux buts précités ressemblaient à une paire de chevaux qu'on ne peut conduire sous un même attelage". Il souligna également qu'"on semblait s'inquiéter avant tout d'assurer au cours des obligations et au loyer de l'argent une stabilité raisonnable". Comme dans les autres pays, cette préoccupation se traduisit pendant presque toute la période par des taux d'intérêt peu élevés et stables.

Au cours de l'année qui suivit la fin de la guerre, le public réalisa une partie

downward adjustment of bond prices. Offerings had become quite heavy in late 1947, in part reflecting growing financing requirements by the public as well as the psychological effect of an upward movement in yields in the United States. At the same time, in contrast to 1947 when the decline in foreign exchange reserves had added substantially to the surplus available for the retirement of securities, the rebuilding of exchange reserves in 1948 would constitute a drain on the budgetary surplus. Long-term Government bond prices declined relatively sharply in the first two months of the year. However unsettlement in the bond market caused the Bank to ease the policy adopted in 1947 of reducing chartered bank cash reserve ratios to a somewhat lower level. It also issued a statement at the end of February in which it noted that "the degree of change in interest rates does not appear inappropriate in the circumstances" and went on to state that "the Bank is not in favour of a drastic increase in interest rates".

The trend of developments in early 1948 was discussed at a meeting of the Governor with the chartered banks. The prime matter of concern, as outlined by the Governor, was the rate of increase in bank loans. It was apparent that in order to meet the demand for credit, the banks would have to sell Government bonds. Accordingly it was "suggested to the chartered banks that conditions prevailing at that time made it undesirable for capital expenditures to be financed through expansion of bank credit...It would be preferable for borrowers to obtain such funds by the sale of securities to the public, except in the case of those borrowers, mainly small concerns for whom a public issue would not be an appropriate means of financing". The rate of increase in bank loans and investments (other than Government of Canada securities) slowed considerably in 1948 from its earlier rapid pace and, as a consequence of the policies adopted, there was a net increase in chartered bank holdings of Government securities.

Mr. Towers began his third, seven year term as Governor in September 1948 and it is perhaps appropriate to conclude this review of the early postwar years with an excerpt from his statement in 1954 reviewing monetary policy during the period from 1946 to 1953: "Since there were virtually no idle resources in Canada during these years, an increase in monetary demand over what actually occurred would have resulted mainly in higher prices and only to a minor extent in increased production. On the other hand, it is probable that the rise in our price level could not have been held substantially below that which occurred in the United States without

de ses avoirs en obligations du gouvernement, ce qui eut pour résultat d'accroître encore les dépôts bancaires. Parallèlement, le gouvernement se trouva en mesure, à la faveur d'un excédent budgétaire, de racheter aux banques un certain volume des certificats de dépôt qu'il avait émis pour financer l'effort de guerre. La demande de crédit étant encore assez limitée, les banques se constituèrent un portefeuille d'obligations à assez long terme du gouvernement, dont le taux de rendement était plus élevé, et élargirent ainsi leurs marges bénéficiaires. En mai 1946, elles consentirent à limiter ces portefeuilles à un maximum de 90% de leurs dépôts d'épargne personnelle en dollars canadiens. En outre, les banques convinrent que le revenu de ces portefeuilles ne devait pas excéder le coût total d'exploitation de leur service des comptes d'épargne, augmenté d'une marge bénéficiaire modique. En fait, le plafond fixé aux avoirs en titres du gouvernement n'eut guère d'effet car les banques ne tardèrent pas à accroître le volume de leurs prêts tandis que les dépôts d'épargne continuaient de progresser.

En 1947, il devint de plus en plus évident que les prix étaient l'objet d'une forte pression à la hausse et que l'activité économique marquait une accélération. Les avoirs des banques à charte en fonds d'État déclinèrent, en grande partie, par suite du remboursement de certains titres du gouvernement et de ce qui restait des certificats de dépôt. Les prêts bancaires accusèrent à la même époque une très nette expansion imputable pour partie à un financement accru des stocks. Bien qu'une forte croissance du financement bancaire eût été prévisible dans ces circonstances, on commença à s'inquiéter de voir que les banques prenaient de plus en plus l'habitude d'accorder des prêts à terme aux entreprises en leur achetant des débentures à remboursement échelonné. L'usage de ce genre d'opération se répandit en 1947 et, début 1948, il devenait clair que les entreprises avaient l'intention d'accroître de nouveau leurs investissements, ce qui ne manquerait pas de provoquer une pression sur les disponibilités en main-d'œuvre et en matériel.

Entre-temps, au début de 1948, il avait été décidé de laisser descendre quelque peu le cours des obligations. Vers la fin de 1947, le volume des émissions s'était assez considérablement amplifié, en partie par suite des besoins accrus de financement du public et de l'effet psychologique d'un mouvement à la hausse des taux de rendement aux États-Unis. Par ailleurs, tandis qu'en 1947 l'épuisement des réserves de change s'était traduit par un accroissement considérable des disponibilités pouvant être effectuées à l'amortissement de la dette, la reconstitution des réserves de change en 1948 contribuerait à réduire le surplus budgétaire. Les fonds publics à long terme enregistrèrent une baisse assez brutale au cours des deux premiers mois de l'année. Tout-

*sacrificing an appreciable part of the increase in production which was achieved here. If this is so, then Canada came close to attaining the optimum combination of results, i.e. an increase in production close to the maximum physically possible, combined with an increase in our price level which was close to the minimum possible in view of the upward sweep of United States and world prices".*

fois, l'instabilité du marché obligataire amena la Banque à atténuer la politique de réduction légère des coefficients de réserves-encaisse des banques à charte, qu'elle avait adoptée en 1947. La Banque publia également à la fin de février un communiqué dans lequel elle notait: «le changement dans les taux d'intérêt ne semble pas hors de proportion dans les circonstances» et ajoutait: «la Banque n'est pas en faveur d'une hausse drastique des taux d'intérêt».

La tendance conjoncturelle en ce début de 1948 fit l'objet d'un entretien entre le Gouverneur et les représentants des banques à charte. Le principal sujet de préoccupation, de l'avis du Gouverneur, était le taux de croissance des prêts bancaires. Il était manifeste que si les banques voulaient satisfaire la demande de crédit, elles se verraient obligées de réaliser des obligations du gouvernement. Par conséquent, «la Banque du Canada laissa entendre aux banques à charte qu'il n'était guère souhaitable, vu les circonstances, de financer des immobilisations par une expansion du crédit bancaire... Il serait préférable pour les emprunteurs d'obtenir ces fonds par la vente de titres au public, sauf dans le cas de certains emprunteurs, des petites entreprises particulièrement, pour lesquelles une émission publique ne constituerait pas un moyen de financement approprié.» Le rythme de croissance des prêts et des placements bancaires (autres que les titres du gouvernement canadien), antérieurement très rapide, se ralentit considérablement en 1948 et l'adoption de la politique mentionnée ci-dessus se solda par une augmentation nette des portefeuilles de titres du gouvernement détenus par les banques à charte.

Le troisième mandat septennal du Gouverneur Towers débuta en septembre 1948. Il convient peut-être de conclure cette étude du rôle de la Banque du Canada à l'aube de l'après-guerre par un extrait d'une déclaration faite en 1954, dans laquelle le Gouverneur procédait à un examen rétrospectif de la politique monétaire des années 1946 à 1953: «Étant donné qu'il n'y avait pour ainsi dire pas de ressources inemployées au Canada durant ces années, on peut affirmer que toute demande supérieure de fonds aurait surtout provoqué une plus forte hausse des prix et n'aurait entraîné qu'un léger accroissement de la production. Par contre, la hausse des prix au Canada n'aurait probablement pas pu être jugulée beaucoup plus efficacement qu'aux États-Unis si ce n'est au détriment d'une proportion notable de la progression de notre production. S'il en est ainsi, le Canada a pratiquement réussi à combiner le meilleur de deux mondes, c'est-à-dire une augmentation pour ainsi dire maximale de la production, conjuguée à une hausse des prix pour ainsi dire minimale, compte tenu de la flambée aux États-Unis et sur les marchés internationaux.»

Remarks by  
R. W. Lawson,  
Senior Deputy Governor  
of the Bank of Canada.

*Monetary policy*

*At the joint meeting of the  
Regina Chamber of Commerce  
and the Regina Rotary Club,  
Regina, 5 November 1973*

I want now to make some comments on monetary policy in Canada and on the way that it has responded to recent economic developments in Canada and abroad.<sup>11</sup> *Response*

Perhaps I should make it clear that when I talk about monetary policy I am talking about the use which the Bank of Canada makes of the powers that it has to regulate the rate of growth of the banking system in Canada. Changes in the rate of growth of the banking system affect directly the availability of bank credit, the growth of the money supply, and the level of interest rates, especially short-term rates. These in turn affect the flow of expenditure on goods and services in Canada, the foreign exchange rate, and the flow of expenditure on exports and imports. It is these linkages that enable monetary policy to have an influence on the performance of the economy. Because there is a considerable time lag between the implementation of monetary policy and most of its effects, such policy must necessarily be forward looking. While the influence of monetary policy can over time be considerable, it is of course only one of a number of factors which affect the performance of the economy.

There is no doubt that monetary policy in Canada was strongly expansionary in the three years or so to the spring of this year. Let me give you a few figures. During that period general loans made by the chartered banks rose at an average rate of 22 per cent per year. The major Canadian dollar assets of the chartered banks rose at an average rate of 19 per cent per year. Using the broadest definition of money - that is,

Allocution de  
M. R. W. Lawson,  
Premier Sous-Gouverneur  
de la Banque du Canada

*Texte d'une causerie donnée à une réunion mixte  
de la Chambre de Commerce et  
du Club Rotary de Regina,  
à Regina, le 5 novembre 1973.*

Je me propose maintenant de vous entretenir brièvement de la politique monétaire du Canada et de la façon dont elle s'est ajustée à la conjoncture économique récente dans notre pays et à l'étranger.

Je devrais peut-être préciser que, lorsque je parle de politique monétaire, je me réfère à l'usage que fait la Banque du Canada des pouvoirs dont elle dispose pour régler le rythme de croissance du système bancaire au Canada. Toute variation de ce rythme influe directement sur la disponibilité du crédit bancaire, sur la croissance de la masse monétaire et sur le niveau des taux d'intérêt, en particulier des taux à court terme. À leur tour, ces éléments agissent sur le flux des dépenses en biens et en services au Canada, sur le cours du change et sur le flux financier engendré par les échanges internationaux. C'est par ce mécanisme que la politique monétaire parvient à influencer sur le comportement général de l'économie. Comme une politique monétaire ne produit la plupart de ses effets qu'avec un retard considérable, elle doit nécessairement être orientée vers l'avenir. Si la politique monétaire peut, avec le temps, avoir une portée appréciable, il n'est pas moins vrai qu'elle ne constitue qu'un seul des nombreux facteurs qui influencent la tenue de l'économie.

Il ne fait aucun doute que la politique monétaire du Canada a été fortement expansionniste au cours de la période d'environ trois ans qui a précédé le printemps dernier. Voici quelques chiffres à titre d'illustration: au cours de cette période, les prêts généraux accordés par les banques à charte se sont accrus à un taux annuel moyen de 22%; les principaux avoirs des banques en dollars canadiens, de 19%. La masse monétaire, dans son sens le plus large,



total holdings of currency and bank deposits – the money supply increased at an average rate of 18 per cent per year. If the money supply is defined to include only currency and demand deposits, the figure is 14 per cent. For a three-year period these rates of growth are very high by any standard.

Due in part to these high rates of monetary expansion, interest rates in Canada declined substantially over the period. If the comparison is limited to nominal rates only, interest rates in the early months of this year may not have seemed particularly low by historical standards, but if account is taken of the underlying rate of decline in the value of money, interest rates this spring were unusually low.

The reason for such an expansionary monetary policy during this period lay in the fact that the level of economic activity in Canada was below what was desirable. Monetary policy was thus directed towards encouraging an increase in the demand for goods and services in Canada by making credit readily available on attractive terms.

A related consideration had to do with the foreign exchange rate. Strong upward pressure on the foreign exchange value of the Canadian dollar in May of 1970 led the Government to free the Canadian dollar to float in the exchange market. The Canadian dollar then appreciated considerably. In view of the underemployed state of the Canadian economy, it was desirable that the degree of appreciation should not be such as to choke off exports or overdo imports. One element that is nearly always of importance in our exchange market is the flow into or out of Canada of funds seeking the highest interest return consistent with the risks involved. Insofar as possible the Bank of Canada wanted to avoid seeing interest-induced capital inflows put undesirably strong upward pressure on the Canadian exchange rate. Given what was happening to interest rates in the United States and elsewhere abroad during this period, an expansionary monetary policy in Canada was indicated.

It is clear in retrospect that the Canadian economy was expanding strongly during 1971 and 1972. The growth during 1971 was evident at the time, but for a while it was not easy to see that the underlying economic situation continued to be strong through 1972 and into 1973. The reason for this is that during the autumn months of 1972 – just a year ago – a number of current economic indicators turned weak and made it look as if the economic expansion was faltering badly. Unemployment as measured by the Labour Force Survey was put initially at 7.1 per cent, seasonally adjusted, for September 1972. The index of industrial production was flat through the third calendar quarter of the year, and the

c'est-à-dire l'ensemble de la monnaie et des dépôts bancaires, a augmenté à un taux moyen de 18% l'an. Si l'on ne considère comme éléments constitutifs de la masse monétaire que la monnaie et les dépôts à vue, ce taux se situe à 14%. Un tel rythme de croissance, vu qu'il s'est maintenu pendant trois ans, est incontestablement très élevé, quelle que soit l'optique dans laquelle on l'envisage.

Le loyer de l'argent au Canada a nettement fléchi au cours de la période, en raison notamment de ce rythme rapide d'expansion monétaire. Si l'on ne considère que les taux d'intérêt nominaux, on estimera peut-être que le prix de l'argent pendant les premiers mois de cette année n'était pas particulièrement bas comparativement aux niveaux atteints dans le passé; par contre, on constatera qu'il a été exceptionnellement faible au printemps, si l'on tient compte du taux d'inflation.

La raison d'être d'une politique monétaire aussi expansionniste au cours de cette période est que le niveau de l'activité économique dans notre pays était inférieur à celui qu'on aurait souhaité. La politique monétaire a donc visé à encourager une progression de la demande de biens et de services au Canada en facilitant l'accès au crédit et en rendant les conditions attrayantes.

Il n'était pas non plus question de négliger le cours du change. Le dollar canadien ayant été l'objet de fortes pressions à la hausse en mai 1970, le gouvernement décida de le laisser flotter. Son cours augmenta alors considérablement. Vu le sous-emploi des ressources de l'économie canadienne, il était souhaitable de ne pas permettre une hausse à ce point vive du dollar canadien qu'elle en arriverait à fortement entraver les exportations et à exagérément stimuler les importations. Un élément qui joue presque toujours un rôle important sur notre marché des changes est le va-et-vient de capitaux spéculatifs à la recherche du rendement maximum eu égard au risque envisagé. La Banque du Canada a voulu éviter, autant que faire se pouvait, qu'un niveau attrayant des taux d'intérêt dans notre pays ne provoquât un afflux de capitaux qui eût exercé sur le cours du dollar canadien une pression à la hausse d'une vigueur insoutenable. Compte tenu de l'évolution des taux d'intérêt aux États-Unis et dans d'autres pays au cours de cette période, il s'imposait de pratiquer une politique monétaire expansionniste au Canada.

Avec le recul, on voit clairement que l'économie canadienne a enregistré en 1971 et en 1972 une forte expansion. L'essor avait été visible en 1971 mais, pendant un certain temps, il ne fut pas facile de percevoir que la situation économique avait continué d'être très favorable durant l'année 1972 et en 1973. En effet, à l'automne 1972 – il y a donc exactement un an –, un certain nombre d'indicateurs de l'évolution économique en cours manifestèrent

first GNP estimates for that quarter showed an actual decline in real output from the previous quarter. On the basis of these figures many gloomy statements were made about the growth prospects for the economy.

However, the expansion did not falter. On the contrary, economic growth as measured by the available statistics leapt forward dramatically through the next six months, exceeding the rate of growth for any other six-month period since the mid-1960s.

This bit of economic experience illustrates very well what is perhaps the most difficult single problem in stabilization policy, namely that of assessing correctly the current underlying thrust of the economy. As a practical matter it is not enough simply to suspect what it is – it is necessary both to have sufficient confidence in the assessment to act on it, and to be able to convince those affected to tolerate the action. In the present state of the art of economic analysis this is never easy, and it is sometimes almost impossibly difficult. One element in the problem is that almost all the current economic indicators are inevitably subject to a considerable margin of error. They are in fact often revised substantially at a later date when more information becomes available, and are often revised more than once. Another element is that particular economic indicators are much less significant in some economic environments than in others. The secret of good economic analysis lies in fact fully as much in knowing what current economic indicators to doubt as in knowing which ones to give weight to. The level of economic activity does sometimes deviate sharply from its underlying trend, and the problem is to recognize deviations as such and not misinterpret them as indicating changes in the underlying trend. These are the reasons why we in the Bank of Canada devote a good deal of effort to analysing the economic scene, and why we regard such work as the heart of our business. What we are searching for is the direction and strength of the underlying thrust of the economy. That thrust does not bounce around from month to month, and is at times at variance with some of the latest statistics.

Whatever the path by which it got there, the Canadian economy has clearly been operating at a very high level relative to its capacity for the past six months. We have been living for several months in an environment that is characterized far more by shortages than by surpluses. As you are well aware, many of the shortages are world-wide. What has in fact happened this year is that nearly all the major countries in the world have reached very high levels of economic activity at the same time – a

des signes de faiblesse et donnèrent à penser que l'expansion était sérieusement compromise. Le taux de chômage pour le mois de septembre 1972, établi à l'aide de l'Enquête sur la main-d'œuvre, avait en premier lieu été évalué, après correction des variations saisonnières, à 7.1%. L'indice de la production industrielle plafonnait au troisième trimestre et, d'après les premières estimations du P.N.B. pour cette période, la production en volume accusait même un recul par rapport au trimestre précédent. Ces données ont inspiré nombre de déclarations pessimistes sur les perspectives de croissance de l'économie.

Néanmoins, l'expansion n'a pas marqué le pas. Au contraire, l'essor économique, mesuré à l'aide des statistiques disponibles, s'est accéléré de façon spectaculaire durant les six mois suivants, dépassant le taux de croissance pour toute autre période de six mois depuis le milieu des années soixante.

Ce bref historique illustre à merveille ce qui constitue peut-être le problème majeur de toute politique de stabilisation, soit celui d'estimer correctement la tendance profonde de l'économie. En pratique, il ne suffit pas seulement de pressentir cette orientation, mais il faut de plus avoir suffisamment confiance en cette évaluation pour passer aux actes et être capable de persuader ceux que les mesures affecteront de la nécessité de les accepter. Au stade actuel de l'analyse économique, la tâche n'est jamais aisée et comporte même parfois des difficultés presque insurmontables. Un des éléments du problème est que presque tous les indicateurs de l'évolution économique en cours comportent inévitablement une marge d'erreur considérable. En fait, il arrive fréquemment qu'un indicateur fasse l'objet d'une révision profonde lorsqu'on dispose d'un plus grand nombre de données, processus qui peut se répéter plusieurs fois. En outre, la valeur des renseignements fournis par un indicateur économique dépend dans une mesure non négligeable du contexte économique. Pour faire de la bonne analyse économique, il est en somme également important de savoir quels sont les indicateurs de l'évolution en cours dont il faut se méfier et quels sont ceux qui méritent d'être retenus. Il arrive que le niveau d'activité s'écarte considérablement de celui que laisserait prévoir la tendance fondamentale de l'économie; la difficulté est, dans ce cas, de découvrir la véritable nature de cet écart et de ne pas le confondre avec une modification de la tendance. Pour tous ces motifs, nous consacrons, à la Banque du Canada, beaucoup d'efforts à l'analyse du climat économique et plaçons cette tâche au cœur même de nos préoccupations. Ce que nous cherchons à déterminer, c'est l'orientation et la vigueur de la tendance fondamentale de l'économie. Cette tendance ne fluctue pas brutalement d'un mois à l'autre et semble parfois en contradiction avec certaines statistiques courantes.

coincidence of timing that is unusual. This widespread prosperity has generated an enormous demand for primary commodities, including foods, and the pressure on world supplies has been exacerbated by some poor harvests and by some other short-falls on the supply side. It has been further exacerbated by the recent outbreak of fighting in the Middle East. In these circumstances such facilities as we have in Canada to contribute to the world supply of primary commodities are being taxed to the limit. Other facilities in Canada producing for the home or the export market are for the most part similarly strained; stocks are low, order books are long and deliveries are slow. One of the happier aspects of the present situation is that markets are strong for the main products of regions of Canada that have hitherto not shared equally in the prosperity being enjoyed in other regions.

The labour market in Canada is also tight. There are nearly always shortages of some skills in Canada, but in recent months the shortages have been widespread, and have included less-skilled as well as skilled workers. Yet a few weeks ago the Labour Force Survey reported a rate of unemployment (seasonally adjusted) in September of 6 per cent, a rate which has hitherto been regarded in this country as indicating a good deal of slack in the economy. How the recorded unemployment rate can be so high when the labour market generally is so tight is a puzzling question. Whatever the answer to that question, it seems clear to me that the circumstances of some of those who are today being recorded by the Labour Force Survey as unemployed are quite different from the circumstances that are usually thought of as being involved in unemployment. The over-all unemployment rate has become difficult to interpret, and it is at present a much less useful guide than it used to be to the amount of slack in the economy.

In light of the changing economic situation and prospects the Bank of Canada decided in the spring of this year that it should no longer willingly accommodate the high rates of growth of bank credit and of the money supply that were continuing, and it began to try to reduce these rates to more sustainable levels. At the same time it wanted to avoid a sharp and disruptive change in the lending practices of the chartered banks. In the hope that it would help to achieve a smooth transition to moderate rates of monetary expansion, we tried to make as clear as we could to both the banks and the public what we were seeking. We encouraged the banks in their policies of trying to ensure that the needs of small business and of borrowers in less prosperous parts of the country

Quelle que soit la voie empruntée pour en arriver à ce résultat, l'économie canadienne fonctionne sans nul doute depuis six mois à un niveau très élevé d'utilisation de ses ressources productives. Depuis quelque temps, le contexte économique dans lequel nous vivons se caractérise beaucoup plus par des problèmes de pénurie que de surabondance. Vous n'êtes pas sans savoir que, dans de nombreux cas, la pénurie se retrouve à l'échelle mondiale. Coïncidence inhabituelle s'il en est, presque tous les grands pays ont atteint simultanément cette année des niveaux d'activité remarquablement élevés. Cette prospérité générale a été à l'origine d'une énorme demande de matières premières, de denrées alimentaires notamment, et la situation un peu partout dans le monde a été aggravée par de mauvaises récoltes et par certains autres mécomptes dans les approvisionnements. La reprise des hostilités au Moyen-Orient vient encore compliquer davantage cet état de choses. Dans ces circonstances, les ressources dont le Canada dispose pour participer à l'approvisionnement des marchés internationaux de matières premières sont exploitées au maximum. Les autres secteurs de notre économie, orientés tant vers les marchés intérieurs qu'extérieurs, subissent dans la plupart des cas des tensions semblables : à preuve, les stocks sont bas, les carnets de commandes bien garnis et les livraisons lentes. Félicitons-nous de la fermeté dont fait preuve le marché des produits sur lesquels repose l'économie de certaines régions du Canada qui jusqu'à présent n'avaient pas eu leur part de la prospérité enregistrée dans les autres parties du pays.

Des tensions se manifestent également sur le marché du travail. Il y a presque toujours eu au Canada des pénuries de main-d'œuvre limitées à certains secteurs mais, au cours des derniers mois, ces pénuries sont devenues beaucoup plus nombreuses et se font sentir au niveau de la main-d'œuvre tant qualifiée que semi-qualifiée. Et pourtant, il y a quelques semaines encore, l'Enquête sur la main-d'œuvre nous révélait que le taux de chômage désaisonnalisé s'établissait en septembre à 6%, chiffre que l'on convenait jusqu'à présent de considérer chez nous comme indiquant un degré relativement élevé de sous-utilisation des ressources productives. Comment pouvons-nous avoir un taux de chômage tellement élevé alors que le marché du travail est généralement si serré? La question est un véritable casse-tête. Peu importe la réponse qu'on lui donne, il me semble évident qu'un certain nombre de personnes actuellement recensées comme chômeurs dans les relevés de l'Enquête sur la main-d'œuvre ne correspondent pas tout à fait à la définition habituelle du terme. Il est devenu difficile d'interpréter le taux de chômage global, qui a perdu beaucoup de son utilité comme baromètre du sous-emploi des ressources.

are reasonably accommodated. We also encouraged them to maintain reasonable continuity in their residential mortgage lending.

In the economic environment that existed this shift in monetary policy was virtually certain to involve an increase in short-term interest rates. If the demand for credit remained strong, any moderation in the volume of bank lending was bound to increase the competition for, and the price of, borrowed money. In the face of a strong demand for credit, there is in fact no way of reducing the rate of monetary expansion without generating upward pressure on interest rates. That is why increases in the Bank of Canada's own lending rate, the Bank Rate, were necessary. That rate was raised from 4 3/4 per cent to 5 1/4 per cent in April of this year, and was subsequently raised by an additional 1/2 per cent on four other occasions, the most recent being September 13. Other short-term interest rates, including the lending and borrowing rates of the chartered banks, have risen by about 3 percentage points in the last six months. The interest rate on residential mortgages, which in Canada is tied fairly closely to the market rate on five-year money, has also risen, but only about one half as much as short-term rates. Long-term interest rates are also higher, but by less than five-year rates.

Until a few weeks ago the upward pressure on interest rates in Canada was strongly reinforced by high and rising rates in the United States and in markets overseas. During most of this year short-term interest rates in the United States have been well above those in Canada; during the summer months the difference was as much as three percentage points. Through August and early September, for example, the rate of interest being paid by banks in Canada on large short-term deposits was 7 1/2 per cent, while U.S. banks were paying 10 1/2 per cent or more. The difference in the effective cost of bank credit to prime borrowers was about as great. Short-term interest rates in the Euro-dollar market and in Britain and Germany were even higher.

The reason for the rapid increase to such high levels of short-term interest rates abroad was that the monetary authorities in several countries, notably in the United States and Germany, were following policies of vigorous monetary restraint in the face of very heavy demands for credit. They were not willing to prevent the increase in short-term interest rates by permitting what they would have regarded as excessive rates of monetary expansion.

As you know, Canadian financial markets are closely interconnected with external markets and are thus sensitive to interest rate develop-

Eu égard à l'évolution de la conjoncture et des perspectives économiques, la Banque du Canada décida au printemps dernier de ne plus laisser se poursuivre la croissance très rapide du crédit bancaire et de la masse monétaire et entreprit de la ramener à un rythme plus soutenable. Elle tenait, en même temps, à éviter une modification brutale et perturbatrice des habitudes des banques à charte dans le domaine du crédit. Dans l'espoir de faciliter la transition à une expansion monétaire modérée, nous nous sommes efforcés d'exposer avec un maximum de clarté aux banques et au public l'objectif que nous poursuivions. Nous avons appuyé la politique des banques visant à satisfaire de façon raisonnable les besoins de crédit des petites entreprises en général et des clients des régions du pays où l'activité économique accuse un certain retard. Nous les avons également incitées à maintenir à un niveau raisonnable l'encours de leurs prêts hypothécaires à l'habitation.

Dans le contexte économique de l'époque, cette modification de la politique monétaire ne pouvait pour ainsi dire pas manquer d'entraîner un accroissement des taux d'intérêt à court terme. La demande de crédit restant forte, tout ralentissement du financement bancaire devait nécessairement rendre la concurrence entre emprunteurs plus âpre et occasionner un renchérissement de l'argent. En effet, quand la demande de crédit est forte, il est tout simplement impossible de diminuer le rythme de l'expansion monétaire sans provoquer de pression à la hausse sur les taux d'intérêt. Aussi a-t-il fallu procéder à des relèvements du taux débiteur de la Banque du Canada, connu sous le nom de taux d'escompte. Ce taux, porté de 4 3/4 à 5 1/4% en avril de cette année, a été relevé depuis à quatre reprises de 1/2%, la dernière majoration remontant au 13 septembre. D'autres taux d'intérêt à court terme, notamment les taux débiteurs et créditeurs des banques à charte, ont avancé d'environ trois points au cours des dix derniers mois. Le taux des prêts hypothécaires à l'habitation, lié assez étroitement au Canada au loyer de l'argent à cinq ans, a également accusé une augmentation, mais celle-ci n'a atteint qu'environ la moitié de celle du taux à court terme. Enfin, le long terme a également marqué une hausse qui, toutefois, a été moindre que celle de l'argent à cinq ans.

Jusqu'à il y a quelques semaines, la pression à la hausse sur les taux d'intérêt au Canada était fortement aggravée par la persistance du niveau élevé, voire croissant, du loyer de l'argent aux États-Unis et dans les pays d'outre-mer. Pendant la plus grande partie de l'année, l'argent à court terme a été beaucoup plus cher aux États-Unis qu'au Canada; durant les mois d'été, l'écart entre les taux pratiqués dans ces deux pays a atteint jusqu'à trois points. En août et au début de septembre, par exemple, les banques cana-

ments abroad, especially to those in the United States. When interest rates in Canada differ substantially from those in foreign markets, it is normal to see large movements of funds across our borders. A substantial part of the funds that moved out of Canada this summer in response to interest rate differentials did so on a covered basis, that is, with the exchange rate risk covered by a matching forward exchange contract, and such flows were self-limiting in that they gave rise to an increase in the price of forward cover that offset the higher interest yield available abroad. The volume of outflows on an uncovered basis seems to have been less than one might ordinarily have expected, and I attribute this to the uncertainties that there were in world foreign exchange markets during the summer months. Under more normal circumstances the interest rate differentials that existed this summer would probably have put more downward pressure on the Canadian exchange rate than they did.

In the last few weeks short-term interest rates in the United States have declined appreciably, reflecting a widespread expectation that existed in financial markets of some easing in the degree of monetary restraint in that country. At the same time there was some upward movement in short-term market rates in this country. As a result, short-term rates in the United States and Canada are now much closer together than they have been for some time.

There are now many indications that the growth of output in Canada during the third quarter of this year was very small, well below the long-term average. The level of economic activity appears in fact to be following a path similar to that of a year ago. It seems evident this year that the economy's growth is being restrained by limitations on the supply side and not by a short-fall of demand; in the third quarter these limitations included major work stoppages in the transportation and forest product industries. By and large demand seems to be sufficiently strong to absorb all the output that the economy is able to produce, and while demand may be weakening in some sectors, it is strengthening in others. There is therefore much less tendency than there was a year ago for observers to interpret the current economic statistics as evidence of underlying weakness in the economy.

Meanwhile world-wide shortages continue to generate strong upward pressure on prices in Canada. While the strains in the world market for oil may persist, it is presumably only a matter of time - and in some cases perhaps not a long time - before the world balance between supply

diennes versaient 7 1/2% sur les gros dépôts à court terme, les banques américaines, 10 1/2% ou plus. La différence entre le coût réel des crédits bancaires accordés aux emprunteurs de premier choix dans les deux pays était du même ordre. Sur le marché de l'eurodollar ainsi qu'en Grande-Bretagne et en Allemagne, l'argent à court terme était encore plus onéreux. Si le loyer de l'argent à court terme à l'étranger a pu atteindre rapidement des niveaux si élevés, c'est parce que dans plusieurs pays, en particulier aux États-Unis et en Allemagne, les autorités monétaires ont opposé à la très forte demande de crédit une vigoureuse politique de restriction monétaire. Ces dernières n'étaient pas disposées à empêcher l'escalade des taux d'intérêt à court terme au prix d'un rythme d'expansion monétaire qu'elles auraient considéré comme excessif.

Comme vous le savez, les marchés financiers canadiens sont étroitement liés aux marchés internationaux et sont donc sensibles à l'évolution des taux d'intérêt à l'étranger, particulièrement aux États-Unis. Lorsque les taux d'intérêt canadiens diffèrent considérablement de ceux qui sont pratiqués sur les marchés étrangers, il est courant de voir un fort volume de capitaux franchir nos frontières. Une forte proportion des fonds exportés du Canada cet été pour profiter de taux d'intérêt plus avantageux étaient couverts à terme, c'est-à-dire protégés contre les risques de change par un contrat à terme; ces mouvements de capitaux se sont révélés autorégulateurs, en ce sens qu'ils ont provoqué un renchérissement de la couverture à terme, qui a contrebalancé le rendement plus élevé des placements à l'étranger. Les sorties de capitaux qui ne bénéficiaient pas de cette couverture n'ont pas été, semble-t-il, aussi élevées que les circonstances ne le laissent prévoir, fait que j'attribue à la situation troublée des marchés internationaux de change pendant l'été. Dans des conditions plus normales, l'écart entre les taux d'intérêt enregistré cet été aurait probablement provoqué de plus fortes pressions à la baisse sur le cours du dollar canadien que celles que l'on a constatées. Au cours des dernières semaines, les taux d'intérêt à court terme ont marqué une baisse sensible aux États-Unis, où les marchés financiers anticipaient généralement une certaine atténuation des restrictions monétaires. Il s'est produit à la même époque une légère hausse du prix de l'argent à court terme dans notre pays. Aussi, l'écart entre les taux d'intérêt à court terme aux États-Unis et au Canada est-il actuellement beaucoup moindre qu'il ne l'a été depuis un certain temps.

De nombreux indices donnent à penser que, au troisième trimestre de cette année, la production n'a marqué au Canada qu'une très légère progression, bien inférieure à la moyenne à long terme. L'activité économique semble en

and demand for many other basic commodities will become less abnormal. It does not therefore seem unrealistic to foresee some over-all easing in the upward pressure on Canadian prices from external sources. One obvious danger in the meantime is that the current surge of price inflation get built into the cost structure in Canada. To the extent that we in Canada allow our cost structure to be ratcheted up, we shall find that any future easing in world prices will be offset in respect of its impact on the trend of prices in Canada by price increases generated at home. To the extent that this happens we shall have missed a favourable opportunity to put our house in better order, and we shall have no one but ourselves to blame.

There is no doubt that in virtually all of the more developed countries of the western world the most urgent current economic problem is seen to be the containment of inflation. It is from inflation that the major threat to sustained high levels of trade, employment and output is seen to come. I doubt that many people would regard Canada as an exception. The problem for the national authorities in all these countries is to find the blend of policies that is most likely to be effective in containing inflation without generating unacceptable side-effects in the process. For our part we in the Bank of Canada believe that the most constructive contribution that we can make is to strive for moderate rates of monetary expansion while avoiding a rigid approach which could have disruptive effects on the economy.

fait présenter un profil semblable à celui d'il y a un an. Il semble évident cette année que la croissance économique à l'heure actuelle est entravée par des facteurs défavorables qui se situent sur le plan de l'offre et non pas sur celui de la demande; au troisième trimestre, ce furent notamment les importants arrêts de travail dans les secteurs du transport et des produits forestiers qui exercèrent des effets de freinage sur l'offre. Tout compte fait, la demande semble suffisamment vigoureuse pour absorber la production totale de notre économie; si la demande semble s'affaiblir dans certains secteurs, elle gagne en force dans d'autres. Les observateurs sont donc bien moins enclins qu'il y a un an à interpréter les statistiques économiques actuelles comme des signes d'une faiblesse fondamentale.

Entre-temps, des pénuries à l'échelle mondiale continuent d'entraîner de fortes pressions à la hausse sur les prix au Canada. Si les tensions sur le marché mondial du pétrole ne sont peut-être pas près de disparaître, l'offre et la demande mondiales de nombre d'autres matières premières devraient vraisemblablement s'équilibrer de façon moins anormale dans un avenir pas trop lointain, voire assez rapproché dans certains cas. Ce n'est donc pas manquer de réalisme que de prévoir une certaine atténuation globale des pressions à la hausse d'origine externe sur les prix au Canada. Dans l'intervalle, nous courons le risque que la poussée actuelle des prix ne s'incorpore dans la structure des coûts au Canada. Si nous permettons à l'inflation des prix de se répercuter sur la structure des coûts, toute diminution des prix mondiaux se verra, quant à ses effets sur la tendance des prix au Canada, compensée par une majoration d'origine interne. Pour autant que cela se produise, nous aurons raté une occasion favorable de mettre nos affaires en ordre et n'aurons à nous en prendre qu'à nous-même.

Il ne fait aucun doute que dans presque tous les pays industrialisés de l'Occident, le problème économique le plus urgent, à l'heure actuelle, est le contrôle de l'inflation. On se rend compte que l'inflation constitue la principale menace à l'expansion du commerce, de l'emploi et de la production. Je doute fort qu'il se trouverait beaucoup de gens à considérer le Canada comme une exception. Le problème pour les autorités de tous ces pays est de trouver le dosage de politiques qui a le plus de chances de réussir à juguler l'inflation sans créer d'effets secondaires intolérables. Quant à nous, à la Banque du Canada, nous estimons que la contribution la plus positive que nous puissions apporter à la prospérité de notre pays est d'œuvrer dans le sens d'une expansion monétaire modérée et d'éviter toute inflexibilité qui risquerait d'avoir des répercussions défavorables sur l'économie.

### Cover: The Oxford Pound

The civil war in England between the forces of King Charles I and Oliver Cromwell produced some interesting coins but none more spectacular than the so-called "Oxford Pound". Charles was forced to flee from London and so was cut off from the London mint. In order to finance his military operations he established mints in several of the larger cities under his control, one of these being Oxford. As his supply of gold was exhausted he was forced to coin pounds and half-pounds from silver, resulting in the largest coins ever issued in England. His supply of silver was also running low and many of these large coins were made from silver obtained by melting down silver plate expropriated from Oxford University. The Oxford Pound illustrated on the front cover is nearly one-quarter inch in thickness and over two inches in diameter. This piece, dated 1643, is in the Numismatic Collection of the Bank of Canada. Photography by John Evans, Ottawa.

### Subscriptions

Canada and the United States: \$10.00 per annum; \$25.00 for three years. All other countries: \$12.00 per annum; \$30.00 for three years.  
Public Libraries, Libraries of the Government of Canada and of Canadian provincial and municipal Governments (including Crown corporations and agencies), Libraries of Canadian and foreign educational institutions: one half of the regular rate.  
Subscription rates include the cost of postage at third class rates in Canada and the United States, airtail for other countries.  
Reprints of articles are available in packages of ten copies at a price of \$1.00.  
Individual copies of the Review may be obtained at all Bank of Canada Agencies at a price of \$1.00 per copy.  
Remittances should be made payable to the Bank of Canada, collectable in Canadian currency.  
Correspondence should be addressed to: Bank of Canada Review,  
Bank of Canada,  
Ottawa K1A 0G9,  
Canada

The content of the Review may be reproduced or referred to provided that the Bank of Canada Review, with its date, is specifically quoted as the source.

### Couverture: Livre d'Oxford

La guerre civile qui opposa en Angleterre les partisans de Charles 1<sup>er</sup> aux tenants de Cromwell donna lieu à la frappe d'un certain nombre de pièces intéressantes, dont la plus remarquable est sans conteste la livre dite «d'Oxford». Le roi Charles, obligé de fuir de Londres, n'avait plus accès à l'Hôtel des monnaies de cette ville. Aussi, pour financer ses activités militaires, créa-t-il des ateliers de frappe dans plusieurs des grandes villes encore sous son autorité, dont Oxford. Ses réserves d'or s'épuisant, il dut faire battre des pièces d'une livre et d'une demi-livre en argent, ce qui donna les plus gros spécimens de monnaie métallique jamais émis en Angleterre. Comme ses réserves d'argent-métal se faisaient rares elles aussi, il fallut faire fondre de la vaisselle d'argent confisquée à l'Université d'Oxford pour pouvoir frapper bon nombre de ces grosses pièces. Millésimée de 1643, la livre d'Oxford reproduite en couverture a une épaisseur de près d'un quart de pouce et un diamètre de plus de deux pouces. Elle fait partie de la collection numismatique de la Banque du Canada. Photographie: John Evans, Ottawa.

### Abonnements

Canada et États-Unis: 1 an, \$10; 3 ans, \$25. Tous autres pays: 1 an, \$12; 3 ans, \$30.  
Bibliothèques publiques, bibliothèques du gouvernement canadien, des gouvernements provinciaux et municipaux du Canada (y compris celles des sociétés et agences de la Couronne), bibliothèques des établissements d'enseignement au Canada ou à l'étranger: demi-tarif pour les exemplaires expédiés sous un seul pli.  
L'abonnement comprend les frais de port, par courrier de troisième classe au Canada et aux États-Unis, par avion pour les autres pays.  
On pourra se procurer des tirés à part d'articles parus dans la Revue, au prix de \$1 le paquet de 10 exemplaires.  
On pourra également se procurer des exemplaires de la Revue à toutes les agences de la Banque du Canada, au prix de \$1 chacun.  
 Paiement à l'ordre de la Banque du Canada.  
 Adresser toute correspondance à: La Revue de la Banque du Canada  
Banque du Canada  
Ottawa K1A 0G9  
Canada

Reproduction autorisée à condition que la source – Revue de la Banque du Canada, mois et année – soit formellement indiquée.

## International inflation and the impact on Canada

*Inflation, International  
Canada - Economic Conditions*

The emergence of a world-wide upsurge in commodity prices as a major element in the inflationary problems facing most countries was described in some detail in the June issue of the Review.\* Since then upward pressures on prices have continued to be strongly in evidence. Although the precipitous rise in prices of basic foodstuffs in the summer has been followed by some easing as major new crops moved into markets, the cost of food remains much higher than a year earlier. Prices of a few industrial materials have also dropped back from their earlier peaks but in other areas the advance has continued, most notably in the case of crude oil. Emerging problems in the supply of energy have been drastically intensified by the abrupt cutbacks in oil production by a number of Arab countries. This has added a major new element to the situation. These world-wide influences clearly have a major bearing on Canada's price performance as well as that of other countries. Thus before turning to a closer look at recent cost and price trends in Canada, it is proposed to review in somewhat more detail recent developments in world commodity markets.

In retrospect, it is clear that while a variety of complex factors has contributed to the rise in commodity prices, the sharpness of the upswing has been due essentially to shortfalls in agricultural production last year and to the impact on demand for industrial materials of the strong and simultaneous expansion of economic activity in the major industrial countries over the past year. Additional important elements reinforcing the boom in commodities have been speculative and precautionary buying associated with the unsettled state of foreign exchange markets and uncertainty during the summer over crop prospects; the latter was further compounded by restraints on exports imposed by some countries to protect domestic supplies. These factors have tended to become less important with the strengthening of the U.S. dollar on foreign exchange markets and generally favourable crop developments. On the other

\*See "Commodity prices in a world perspective", Bank of Canada Review, June 1973.

## L'inflation à l'étranger et ses répercussions au Canada

Dans la livraison de juin de la Revue\*, nous avons étudié de façon assez approfondie comment la hausse mondiale des cours des matières premières était devenue un élément important des problèmes d'inflation auxquels font face la plupart des pays. Depuis, les pressions à la hausse sur les prix n'ont rien perdu de leur actualité. Si le renchérissement brutal des produits alimentaires de base survenu au cours de l'été s'est quelque peu atténué depuis que le produit des récoltes de l'année est arrivé sur le marché, le coût des produits alimentaires n'en demeure pas moins bien plus élevé qu'il y a un an. Les cours de quelques matières industrielles ont également fléchi après avoir atteint des niveaux records, tandis que pour certaines autres, le pétrole brut tout particulièrement, la hausse s'est poursuivie. Les problèmes d'approvisionnement en énergie ont été brutalement aggravés par la réduction soudaine de la production pétrolière instituée par un certain nombre de pays arabes. Cette mesure a apporté un important élément nouveau à la situation. Bien entendu, la tenue des prix tant au Canada que dans d'autres pays a subi le contrecoup de ces événements de portée mondiale. Nous avons pour cette raison jugé bon de procéder à une revue quelque peu détaillée de l'évolution récente des marchés mondiaux de matières premières avant d'aborder les tendances récentes des prix et des coûts au Canada.

Avec le recul, il paraît évident que si un ensemble varié de facteurs complexes a contribué à la hausse du prix des matières premières, la rapidité de leur escalade s'explique essentiellement par un déficit de la production agricole l'année dernière et par les conséquences sur la demande de matières industrielles de la forte expansion économique qu'ont connue simultanément les principaux pays industrialisés l'année dernière. D'autres éléments importants ont contribué à renforcer le boom des matières premières, à savoir les achats spéculatifs ou de précaution dictés par les fluctuations sur les marchés des changes et par les incertitudes enregistrées à l'été en ce qui concernait les prochaines récoltes; ce dernier élément a été renforcé par les restrictions sur les exportations instituées par certains pays dans le but de garantir l'approvi-

\*Voir Les prix des matières premières dans le contexte international, Revue de la Banque du Canada, juin 1973.

hand, the recent sharp escalation of crude oil prices is having a major impact on costs over a wide area of the world economy.

Probably the most encouraging development since the summer has been the growing evidence of a substantial increase in world grain production this year. Although there is likely to be some further decline in carryover stocks, it now appears that production will come much closer to meeting demand than had been expected earlier. Production of wheat and feed grains is expected to be higher in nearly all of the major producing areas. Larger crops have been harvested in North America; production in the Soviet Union, recovering from the exceptionally poor crops of 1972, is reported to be substantially higher this year and prospects for the Australian wheat crop are more favourable after a very small crop last year as a result of drought. An increase in Asian rice production is also in prospect.

Although the supply position for most grains remains tight, the more favourable crop developments this year have eased the immediate situation. In response to this improvement, grain prices have fluctuated below their earlier peaks, though in the case of wheat the decline has been very modest (see Chart I). An important factor in the more marked easing of feedgrain prices has been a substantial increase in U.S. production of soybeans and a sharp fall in prices of soybean meal from the extremely high levels reached last summer.

Prices of livestock on North American markets have also dropped back this autumn from their earlier peaks. However, the cost of feed relative to livestock prices remains high and at least part of the recent decline in U.S. cattle prices and consequent easing of pressure on Canadian markets can be attributed to the flow to market of cattle held back during the summer in expectation of higher prices following the removal of price ceilings in the United States. While a seasonal increase in hog marketings has added to the downward pressure on prices, the high cost of feed is apparently still making farmers cautious about expanding hog production.

As can be seen in Chart I, recent price trends in major tropical commodities have been mixed. There has been a moderate decline in cocoa, little change in coffee and recently a renewed advance in the world price of sugar following the breakdown of negotiations for a new International Sugar Agreement to replace the one expiring at the end of the year.

In contrast to basic foodstuffs where the upsurge in prices generally appears to have subsided, the boom in industrial materials shows fewer signs as yet of abating. Although the sharp run-up in prices of some of

sionnement de leur marché intérieur. L'influence de ces facteurs a eu tendance à s'atténuer avec le redressement du dollar É.-U. sur les marchés des changes et avec les résultats généralement favorables des récoltes. Par contre, la récente escalade des prix du pétrole brut affecte considérablement les coûts dans une très grande partie du monde.

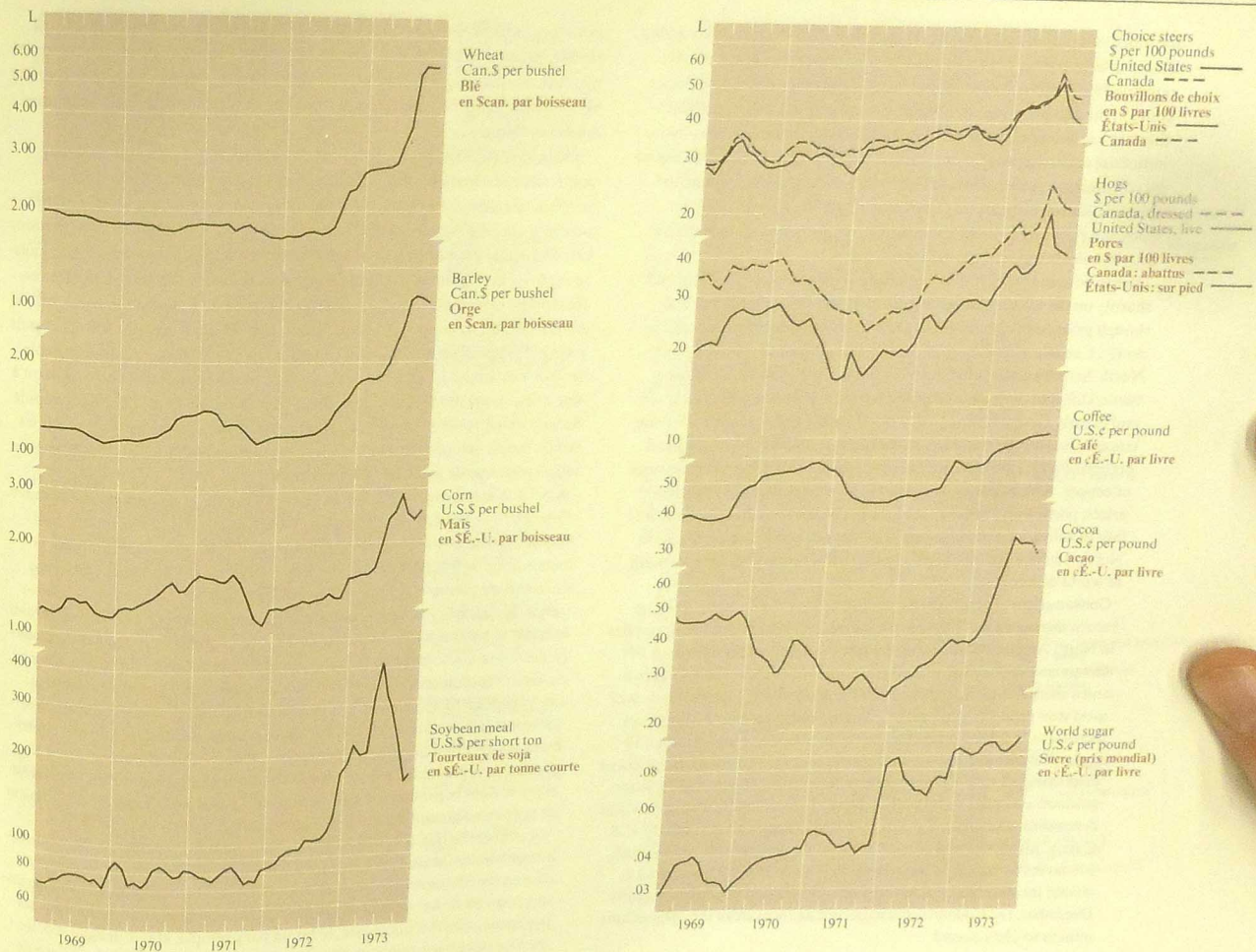
Le fait le plus encourageant survenu depuis l'été a été probablement l'augmentation substantielle de la production mondiale de grains. Bien que les stocks accumulés en vue de la soudure aient bien des chances de se contracter davantage, il semble maintenant que la production correspondra davantage à la demande qu'on ne l'avait prévu. On s'attend que la production de blé et de grains de provende soit plus abondante dans presque toutes les principales régions productrices du monde. Les récoltes ont été plus abondantes en Amérique du Nord; en Union Soviétique, où les récoltes avaient été particulièrement pauvres en 1972, la production serait beaucoup plus élevée cette année; de même en Australie, où la récolte avait été médiocre l'année dernière en raison de la sécheresse, les perspectives semblent meilleures cette année. En Asie également, on prévoit un accroissement de la production de riz.

Si pour la plupart des grains l'offre demeure serrée, les meilleures récoltes de cette année n'en ont pas moins produit dans l'immédiat une détente sur les marchés, de sorte que les cours ont fluctué au-dessous des sommets atteints précédemment, encore que dans le cas du blé le repli n'ait été que très modeste (voir Graphique I). Un important facteur à l'origine de la régression plus marquée des prix des grains de provende a été l'augmentation considérable de la production de soja aux États-Unis et le net fléchissement des prix du tourteau de soja par rapport au niveau extrêmement élevé atteint l'été dernier.

Le bétail est également devenu moins cher sur les marchés nord-américains cet automne, comparativement aux prix maximums antérieurs. Cependant, le coût de la provende demeure élevé si on le compare à celui du bétail; aussi le tassement du prix des bovins sur les marchés des États-Unis et l'atténuation consécutive des pressions sur les marchés canadiens peuvent-ils être attribués au moins pour partie à l'arrivée sur le marché de bestiaux retenus dans les élevages pendant l'été en prévision de la hausse qui pourrait se produire après l'abolition du contrôle des prix aux États-Unis. Tandis qu'une augmentation saisonnière du nombre des porcs mis en vente a contribué à renforcer le fléchissement des prix, il semble que le coût élevé des produits d'alimentation animale continue de rendre les agriculteurs peu enclins à intensifier l'élevage du cheptel porcin.

Comme on peut le voir au Graphique I, les prix des principales denrées tro-

Chart I Selected commodity prices: foodstuffs  
Graphique I Prix de quelques matières premières : denrées alimentaires  
Monthly averages Moyennes mensuelles



the more volatile commodities has been followed by declines, with hides the most outstanding example, upward price pressures appear to have remained strong over a wide range of industrial materials. Some slackening in the exceptionally rapid pace of economic expansion earlier in the year has occurred in the United States and a number of other major industrial countries, but this appears to have been due as much to capacity constraints as to any moderation of demand. At the same time the sharp escalation of crude oil prices is having a widespread effect on costs and prices while in certain markets, notably copper, speculative activity remains an important factor.

As can be seen in Chart II prices of non-ferrous metals have climbed sharply on the London Metal Exchange (LME) since September and though price controls prevented a rise in U.S. producer prices until recently, Canadian producers of copper, lead and zinc increased their North American prices during the autumn. The wide differential between U.S. and overseas prices was having a distorting effect on trade and in early December the U.S. Cost of Living Council removed price controls on zinc, lead and a number of other non-ferrous metals and permitted a 13.3 per cent increase to 68¢ a pound in the producer price of copper. Although supply problems have contributed to the rise in prices, particularly in the case of copper where there have been shortfalls in deliveries from Chile and Zambia and production setbacks at North American plants, the dominant influence has been the strength of world demand.

Consumption of other metals has also been rising strongly. Despite record shipments there has been a noticeable tightening of steel supplies in North America. To some extent this has reflected the buoyancy of demand in the domestic markets of overseas producers such as Japan and a sharp fall-off in imports from these countries. Canadian prices of most steel products were increased in the early summer. Although an increase in U.S. steel prices was halted by the price freeze in June, an upward adjustment of 5 per cent spread over several months in prices of sheet steel and strip was permitted this autumn and increases in other products are under consideration by the Cost of Living Council. World demand for aluminum has also been very strong: this autumn the U.S. Cost of Living Council allowed some of the smaller U.S. aluminum producers to raise their ingot price by 2½¢ to 27½¢ a pound and a similar increase has been introduced by Canadian producers. In early December, the Council acted to permit an increase in the price of aluminum to 29¢ a pound.

picales ont affiché une tendance indécise. Ainsi, le cacao a perdu un peu de terrain, le café a peu varié et le sucre s'est de nouveau inscrit en hausse sur les marchés mondiaux ces derniers temps à la suite de la rupture des pourparlers visant à remplacer l'Accord international sur le sucre qui arrive à échéance à la fin de l'année.

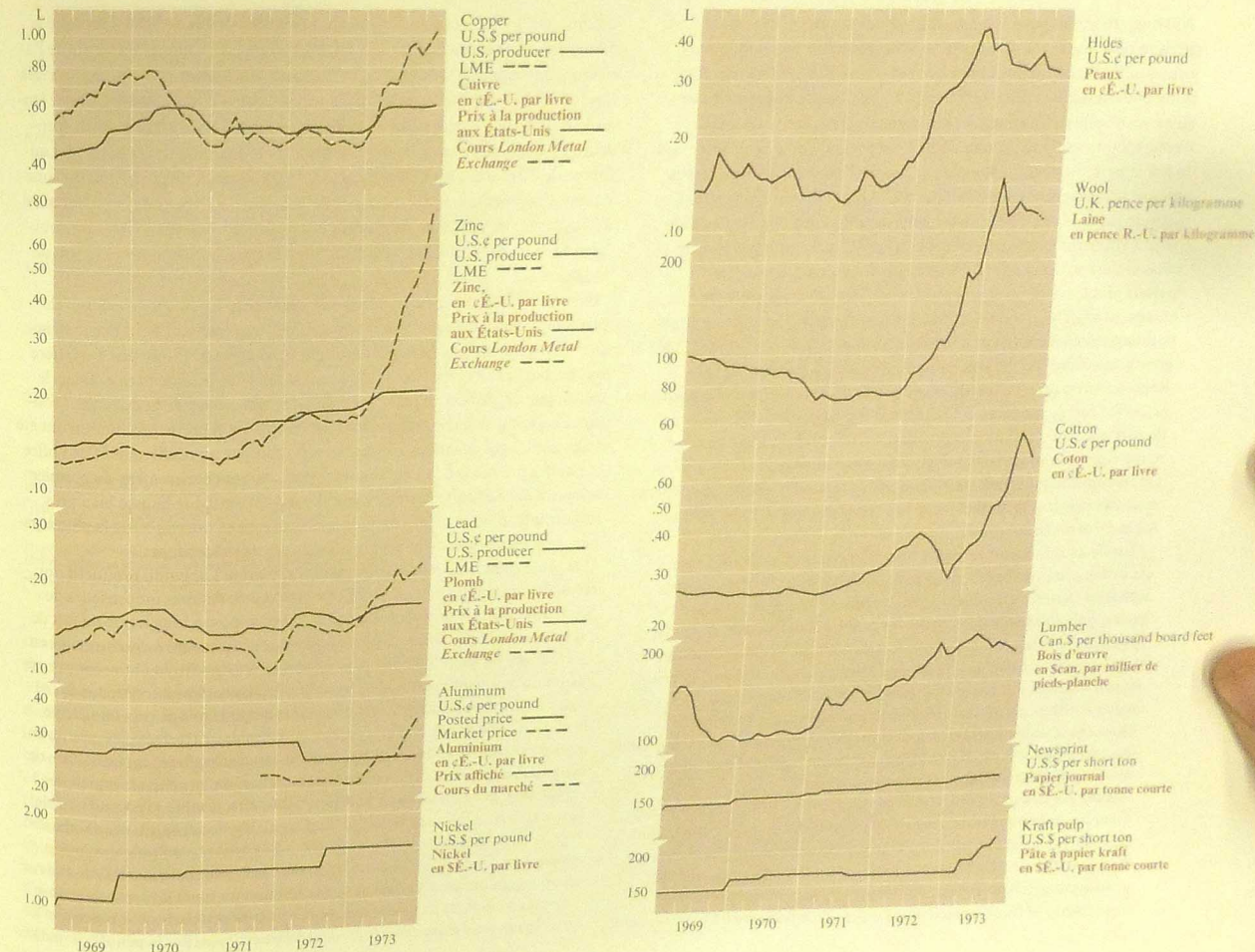
Si la hausse des denrées alimentaires de base semble s'être atténuée, par contre celle des matières industrielles montre jusqu'à cette date moins de velléités de ralentissement. L'escalade du prix de quelques-unes des matières premières les plus sujettes à fluctuation a été suivie d'une baisse dans certains cas, dans celui des peaux tout spécialement; toutefois, les pressions à la hausse sur les prix d'un large éventail de matières industrielles semblent être restées fortes. Le rythme exceptionnellement rapide de l'expansion économique enregistré plus tôt dans l'année aux États-Unis et dans certains autres grands pays industrialisés a quelque peu ralenti, mais ce phénomène est imputable, semble-t-il, autant à l'atteinte des limites de leur appareil de production qu'à une quelconque modération de la demande. Parallèlement, l'escalade rapide du prix du pétrole brut a eu des retombées généralisées sur les prix et sur les coûts, tandis que sur certains marchés, celui du cuivre notamment, la spéculation continue de jouer un rôle important.

Ainsi que le montre le Graphique II, les métaux non ferreux ont fait preuve d'une extrême fermeté sur la London Metal Exchange (L.M.E.) depuis septembre et, bien que le contrôle des prix ait empêché jusqu'à récemment la hausse des prix à la production aux États-Unis, les producteurs canadiens de cuivre, de plomb et de zinc ont relevé leurs prix nord-américains à l'automne. Comme le vaste écart entre les prix américains et les prix d'outre-mer exerçait une influence perturbatrice sur le commerce, le Cost of Living Council des États-Unis abolit au début de décembre le contrôle sur le prix du zinc, du plomb et d'un certain nombre d'autres métaux non ferreux et autorisa une hausse de 13,3% du prix à la production du cuivre, lequel a passé ainsi à 68 cents la livre. Même si des problèmes d'approvisionnements ont contribué à faire monter les prix, particulièrement dans le cas du cuivre, dont les livraisons en provenance du Chili et de la Zambie n'ont pas atteint le niveau prévu et dont la production en Amérique du Nord a diminué, c'est la vigueur de la demande mondiale qui a été l'élément dominant.

La consommation d'autres métaux a également fort progressé. Bien que les livraisons aient atteint un volume record, l'approvisionnement en acier est devenu sensiblement plus serré en Amérique du Nord. Dans une certaine mesure, cet état de fait s'explique par l'essor de la demande intérieure dans les pays producteurs d'outre-mer, le Japon par exemple, et par une nette contraction des importations en provenance de ces pays. Les prix canadiens de

Chart II Selected commodity prices: industrial materials  
Graphique II Prix de quelques matières premières : matières industrielles

Monthly averages Moyennes mensuelles



Although there has been some easing in lumber prices since the spring, partly in response to the slowing in U.S. housing construction, other sectors of the forest industry have been experiencing a marked strengthening of demand. For newsprint in particular, the rise in demand combined with limited investment in new capacity in recent years has produced a tight supply situation and upward pressure on prices. Increases in prices in the first half of the year have been followed by much larger upward adjustments announced recently. Although the supply situation for pulp is not as tight, prices have been moving up in this area as well.

While short-run pressures on capacity have clearly been a major element in the rise in prices of basic industrial materials, a much more serious problem over the longer run is the impact of sharply rising energy prices. This trend began in 1971 when major oil exporting countries negotiated increases in the price of crude oil. It has, of course, been greatly intensified by the sharp jumps in crude oil prices this year. Representative prices of crude oil as well as the recent trend of consumer prices for energy products in Canada are shown in Chart III. Although there is not a direct relationship between crude oil prices and the cost to the consumer of fuel oil and gasoline, or of alternative fuels, the general upward movement is evident. An exception is natural gas, where increases in prices at the well-head have only just begun to be reflected in the price to the consumer.

The effects of the sharply higher prices for crude oil set by the major exporting countries have tended to be overshadowed by the looming shortages caused by the decision of a number of Arab countries to cut back supplies to selected countries for political reasons. Although the two issues have become entwined, it does not follow that a settlement in the Middle East would end the upward pressure on world energy prices. At present all of the major industrial countries are dependent in varying degrees on imports of crude oil in meeting their energy requirements. Thus, even though world oil supplies are adequate to meet present needs, the near monopoly position of the major exporting countries is likely to continue to be reflected in the price structure.

At the same time, other factors have been contributing to the upward pressure on energy prices. Particularly significant on this continent has been the prospective widening of the gap between demand and domestic supplies of crude oil and natural gas over the next few years and the growing appreciation of the shortening life-span of these resources, particularly of those located in the more accessible areas. Environmental

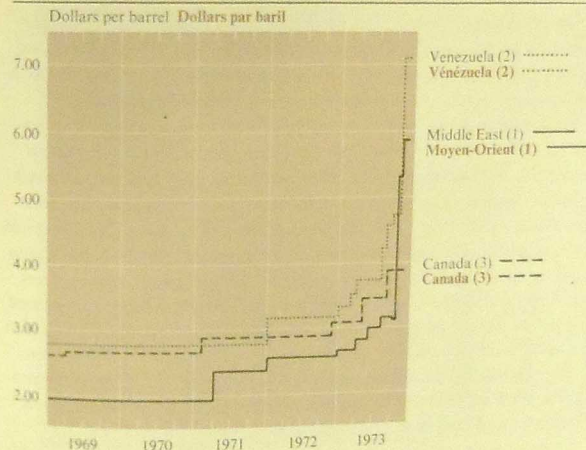
la plupart des produits en acier ont été relevés au début de l'été. Quoique le gel des prix eût stoppé en juin une augmentation des cours américains de l'acier, un ajustement à la hausse de 5%, réparti sur plusieurs mois, du prix des tôles et des barres a été autorisé cet automne, et le *Cost of Living Council* étudie la possibilité de permettre un relèvement du prix de certains autres produits. La demande mondiale d'aluminium a été également très forte; cet automne, le *Cost of Living Council* a permis à quelques petits producteurs américains d'augmenter le prix du lingot de 2½ cents la livre et de le porter ainsi à 27½ cents; les producteurs canadiens ont procédé à une majoration similaire. Début décembre, le *Council* a autorisé une nouvelle augmentation de 1½ cents.

Bien que le bois d'œuvre ait enregistré une légère baisse de prix depuis le printemps dernier, en partie à la suite d'un ralentissement dans la construction de logements aux États-Unis, d'autres secteurs de l'industrie forestière ont eu, eux, à faire face à un renforcement notable de la demande. Dans le cas du papier journal en particulier, le raffermissement de la demande, conjugué au fait que les nouveaux investissements en biens de production ont été assez limités ces dernières années, s'est traduit par un resserrement de l'offre et par des pressions à la hausse sur les prix. Au renchérissement du premier semestre ont fait suite dernièrement des ajustements à la hausse bien plus importants. Bien que l'offre soit moins serrée en ce qui concerne la pâte à papier, ce secteur également accuse un mouvement ascendant.

De toute évidence, des pressions temporaires sur l'appareil productif ont été un facteur important du renchérissement des matières industrielles de base; toutefois, un problème bien plus grave se pose à long terme du fait de l'incidence de la flambée des prix de l'énergie. La tendance s'est amorcée en 1971, année où les principaux pays exportateurs de pétrole obtinrent par négociation des augmentations de prix du brut. Bien entendu, cette tendance s'est vue fortement intensifiée par les vives majorations de prix du pétrole brut de l'année en cours. On trouvera au Graphique III quelques prix typiques du pétrole brut de diverses provenances ainsi qu'une représentation de la tendance récente des prix à la consommation des produits énergétiques au Canada. Bien qu'il n'y ait pas de relation directe entre le prix du pétrole brut et le prix à la consommation du mazout, de l'essence, ou des combustibles de substitution, la tendance générale à la hausse n'en reste pas moins indéniable. Une seule exception, le gaz naturel, dont l'augmentation du prix à la production vient à peine de se manifester au niveau du consommateur. Les répercussions de la vive hausse des prix du pétrole brut imposée par les principaux pays exportateurs tendent à être éclipsées par la pénurie imminente

Chart III Energy prices  
Graphique III Prix des produits énergétiques

Representative crude oil prices  
Prix représentatifs du pétrole brut



(1) Posted price in U.S. dollars per barrel, f.o.b. Umm Said, Qatar  
(1) Prix affichés en \$E.-U. par baril, f.o.b. Umm Said, Qatar

(2) Posted price in U.S. dollars per barrel, f.o.b. Puerto La Cruz  
(2) Prix affichés en \$E.-U. par baril, f.o.b. Puerto La Cruz

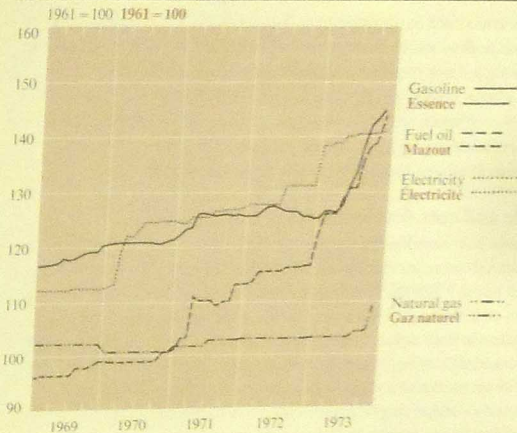
(3) Posted price in Canadian dollars per barrel, on field Redwater, Alberta  
(3) Prix affichés en \$Can. par baril, départ gisement Redwater, Alberta

considerations have also had an influence, both in adding to the cost of production and in leading to delays in construction of new facilities.

The increased cost of gasoline and fuel oil to the consumer in recent months and in prospect is only one aspect of the problem. For those industries where energy is a significant cost element, the rise in prices will have an effect on production costs. Similarly upward pressure on prices of petroleum-based products is also evident. In part the firming of prices this year for such products as plastics, synthetic fibres and some fertilizer materials has reflected strong demand combined with pressure on capacity and shortages of basic feedstocks. Moreover, the lag in investment in the petrochemical industry over the past few years, both on this continent and overseas, suggests that demand may well continue to press on capacity for some time ahead.

This development is likely to have an effect on the demand for alterna-

Energy components of consumer price index  
Produits énergétiques entrant dans l'indice des prix à la consommation



te due à la décision qu'ont prise un certain nombre de pays arabes de réduire les fournitures à certains pays pour des raisons politiques. Bien que les deux phénomènes se soient intimement liés, il ne faut pas en déduire qu'un règlement du conflit au Moyen-Orient entraînerait la fin de la pression à la hausse sur les prix des produits énergétiques dans le monde. Pour le moment, tous les grands pays industrialisés doivent importer dans une mesure variable du pétrole brut pour subvenir à leurs besoins d'énergie. Ainsi donc, même si à l'échelle mondiale l'offre de pétrole suffit à couvrir les besoins actuels, la situation de quasi-monopole des grands pays exportateurs continuera probablement d'influer sur la structure des prix.

D'autres facteurs contribuent également à exercer une pression à la hausse sur les prix énergétiques. Sur notre propre continent en particulier, on prévoit que l'écart entre l'offre intérieure et la demande de pétrole brut et de gaz naturel s'élargira au cours des prochaines années, de même qu'on est de plus

tive materials such as natural fibres. Wool prices have dropped back from the peak to which strong speculative buying took them last spring. Following a sharp run-up this autumn, cotton prices have also moved down a little, largely in response to a better than expected U.S. cotton crop. Nevertheless relatively high prices of natural fibres will continue to be reflected in prices of finished goods, and in contrast to past experience, synthetic fibres are likely to provide less of an offset.

### Price and cost developments in Canada

Canada has shared in the vigorous growth in economic activity among industrial countries that has been a major element in the commodity price boom.\* For the first three quarters of 1973 real GNP was running 7 per cent above the level a year earlier. Furthermore, the strong expansion in both domestic and external demand has resulted in a pronounced tightening of supply conditions in the economy. Nevertheless, while recent data on wage settlements point to increased pressures on Canada's underlying cost performance in the period ahead, the sharp acceleration in the rise in domestic prices over the past several quarters has very largely been a direct reflection of the strong influences at work through the external sector.

The extent to which Canadian price developments over the past year have been directly affected by the pressures in world markets may be gauged from the price deflators presented in Chart IV. In recent quarters the deflator for the GNP excluding exports (a measure of price trends for that part of Canadian output absorbed domestically) has been rising at a relatively steady, if high, rate of around 5 per cent a year. In contrast, the increase in both export and import unit values has accelerated sharply. The inflation in export prices has been particularly strong with the result that the terms of trade have shifted sharply in Canada's favour.

While the escalation of foreign trade prices is essentially attributable to world-wide influences, it should also be noted that the recent trends in these prices, expressed in terms of Canadian dollars, have also been affected by movements in the exchange rate. The appreciation of the Canadian dollar in 1970 was a major element dampening the impact of price increases originating abroad. This year the price effects attributable to exchange rate developments have, on balance, been in an upward direction. The Canadian dollar has fluctuated close to the U.S. dollar, and shared in the substantial depreciation against third country currencies

\*See "Recent developments in the Canadian economy", Bank of Canada Review, July 1973.

en plus conscient de l'épuisement progressif de ces ressources, particulièrement de celles qui sont situées dans des régions facilement accessibles. Des considérations écologiques sont également intervenues, faisant augmenter le prix de revient et retarder la construction de nouvelles installations.

La majoration du prix de l'essence et du mazout au niveau du consommateur ces derniers mois et les majorations escomptées ne constituent qu'un des aspects du problème. Dans le cas des industries pour lesquelles l'énergie constitue un élément coût important, le renchérissement se répercutera sur les coûts de production. De même, une pression à la hausse sur les prix des dérivés du pétrole se fait également sentir. La fermeté des prix enregistrée cette année par des produits tels que les plastiques, les fibres synthétiques et certains engrais traduit en partie la fermeté de la demande, à laquelle s'ajoutent une pression sur l'appareil de production et une pénurie de charges de départ. En outre, le retard accusé ces dernières années par les investissements dans l'industrie pétrochimique tant sur notre continent que dans les pays d'outre-mer donne à penser que la demande continuera probablement pendant un certain temps à exercer une pression sur les capacités productives.

La demande de matières concurrentes, par exemple les fibres naturelles, en subira vraisemblablement l'effet. Le prix de la laine est retombé du sommet auquel l'avaient mené au printemps dernier de forts achats spéculatifs. Après avoir accusé une très vive progression à l'automne, le coton a également quelque peu baissé, en grande partie du fait que la récolte aux États-Unis s'est révélée meilleure que prévue. Néanmoins, le prix relativement élevé des fibres naturelles continuera de se répercuter sur celui des produits finis et, contrairement à ce qui se passait précédemment, les fibres synthétiques ne pourront probablement plus leur être opposées pour des raisons de prix.

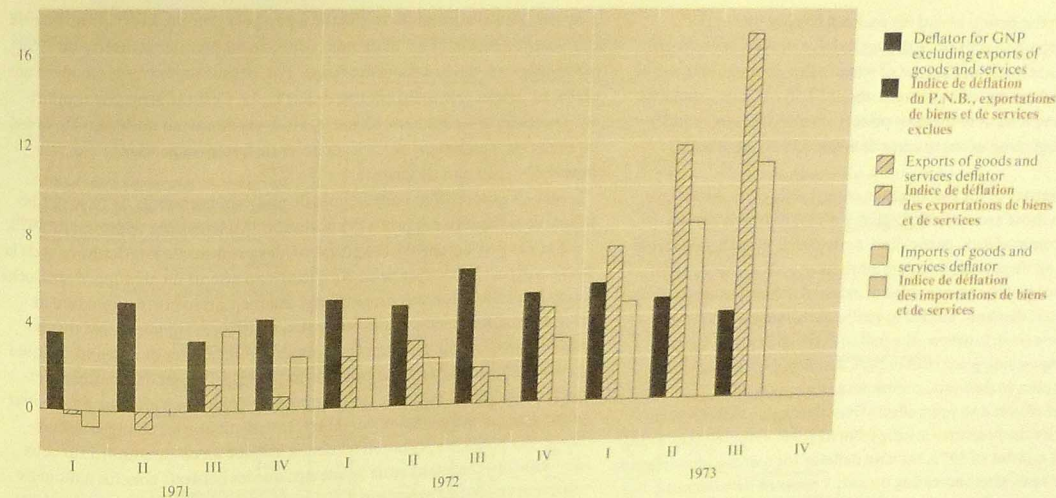
### Évolution des prix et des coûts au Canada

Le Canada a participé à la vigoureuse croissance économique enregistrée dans les pays industrialisés qui a constitué un important facteur de la hausse du prix des matières premières\*. Sur les trois premiers trimestres de 1973, le P.N.B. réel a dépassé de 7% son niveau de l'année précédente. En outre, la forte expansion de la demande, tant intérieure qu'extérieure, s'est traduite par un resserrement marqué de l'offre. Néanmoins, bien que les renseignements récents sur les accords salariaux indiquent qu'il faut s'attendre à des pressions accrues sur la tenue des prix, la vive accélération des prix sur le marché intérieur depuis quelques trimestres est en grande partie directement attribuable aux fortes influences d'origine extérieure.

\*Voir l'évolution récente de l'économie canadienne, Revue de la Banque du Canada, juillet 1973.

Chart IV Canada: Selected price deflators  
Graphique IV Canada: quelques indices de déflation des prix

Percentage changes over four quarters Variations en %, périodes de quatre trimestres



that took place in the first half of 1973. The resulting effective depreciation of the Canadian dollar has been partially reversed since September. The U.S. dollar has strengthened against third country currencies and in addition the Canadian dollar has been somewhat stronger against the U.S. dollar after showing a tendency to weaken during the summer.

The upsurge in export prices has been registered across the entire range of Canadian exports of basic commodities. In the third quarter of 1973 the index of unit values for exports of farm and fish products averaged 40 per cent higher than a year earlier, while forest product and metal and mineral export prices registered increases of 23 per cent and 18 per cent, respectively. Furthermore, it should be noted that the transactions prices recorded in the trade statistics have not reflected the full impact of the commodity boom. A large part of Canada's foreign trade is conducted on a contractual basis rather than through spot transactions. Therefore, changes in recorded trade prices have tended to lag behind those in the spot market while shipments under contracts made earlier at lower prices are being worked off. This consideration points to con-

L'examen des indices de déflation représentés au Graphique IV permet de juger dans quelle mesure l'évolution des prix au Canada l'an dernier a été directement influencée par les pressions observées sur les marchés étrangers. Depuis quelques trimestres, l'indice de déflation du P.N.B., exportations exclues, (qui constitue un baromètre de la tendance des prix de la production canadienne consommée au pays) progresse au taux relativement régulier, encore qu'élevé, d'environ 5% par an. Par contre, la valeur unitaire, tant des importations que des exportations, s'est vivement accélérée. L'inflation des prix à l'exportation a été particulièrement forte, de sorte que les termes de l'échange se sont vivement améliorés pour le Canada.

S'il est vrai que la flambée des prix à l'exportation est surtout attribuable à des influences mondiales, il ne faut pas perdre de vue que la tendance récente de ces prix, qui sont exprimés en dollars canadiens, s'est également ressentie des variations du taux de change. Ainsi, la hausse du dollar canadien en 1970 a contribué pour beaucoup à amortir les conséquences des majorations de prix d'origine étrangère. Cette année-ci, par contre, l'effet sur les prix de l'évolution du taux de change s'est traduit tout compte fait par une poussée à



tinued increases in the period ahead for realized foreign trade prices, even if the corresponding spot price proves to have peaked. It has been particularly relevant lately in the case of wheat sales: in the third quarter the unit value of wheat exports averaged about \$2.50 a bushel compared with an upward movement in the spot price from a little more than \$3 a bushel at the beginning of the quarter to around \$5.50 a bushel by September.

The domestic impact of the escalation in export prices has shown up most strongly in those areas of the economy whose output is concentrated in basic commodities, particularly agriculture, mining, and forest industries. For all these sectors export markets absorb a major part of total production, and the recent surge of external demand, added to buoyant domestic demand, has led to particularly strong gains in earnings. At the same time, however, the pull of external demand has resulted in corresponding price rises in the Canadian market, increasing the cost of supplies to domestic producers and consumers.

This spillover of cost and price effects from the export side has been compounded by the pressures arising from imports. Over the year ended with the third quarter of 1973, the GNP deflator for merchandise imports rose 11½ per cent, after increasing by only 1 per cent over the same period a year earlier. The somewhat less rapid increase in the price index for imports relative to that for exports mainly reflects the greater importance in Canada's import bill of finished goods such as machinery and equipment and consumer manufactures as opposed to raw materials. In any event, import prices of finished goods have increased at a considerably faster rate this year than last, even though this acceleration has been overshadowed by the surge in the average unit values for imports of industrial raw materials and foodstuffs.

The impact on Canadian prices of the world-wide commodity inflation is apparent in all major domestic price indicators (see Table I). As is to be expected, those series measuring price changes at the primary or intermediate stage, that is, wholesale and industry selling price indexes, have registered the sharpest increases over the past year. At the consumer level, the acceleration has been most marked for food, although prices of non-food items in the Consumer Price Index also have been increasing at a more rapid rate (see Chart V). The rise for non-durable goods excluding food has been particularly sharp — over the last twelve months more than double the rate experienced during 1972, with the strongest increases registered by paper products, fuel oil, and gasoline. Furthermore, the rate of inflation is also higher in 1973 for both housing

la hausse. Le dollar canadien a fluctué à peu près comme le dollar américain et, comme ce dernier, s'est nettement déprécié au premier semestre de 1973 par rapport aux devises des autres pays. Il a, depuis septembre, récupéré une partie du terrain perdu. En effet, le dollar É.-U. s'est raffermi par rapport aux monnaies des pays tiers; en outre, vis-à-vis du même dollar É.-U., le dollar canadien, après avoir eu un léger accès de faiblesse pendant l'été, fait preuve d'un peu plus de fermeté.

Toutes les exportations canadiennes de matières premières de base ont bénéficié de la flambée des prix à l'exportation. Au troisième trimestre de 1973, l'indice des prix unitaires à l'exportation des produits de l'agriculture et de la pêche a dépassé en moyenne de 40% le niveau atteint un an auparavant, celui des produits de la forêt a enregistré une augmentation correspondante de 23% et celui des métaux et des minéraux, de 18%. À signaler aussi que les prix auxquels ont été conclues les transactions recensées dans les statistiques du commerce ne rendent pas pleinement justice au boom des matières premières. Une bonne partie de notre commerce extérieur s'effectue par contrat plutôt que par des ventes au comptant. Il s'ensuit que les changements recensés des prix à l'exportation tendent à accuser un certain retard sur ceux des ventes au comptant aussi longtemps que les contrats conclus à moindre prix sont en cours d'exécution. C'est pourquoi l'on doit s'attendre à voir les cours des marchés à prix ferme poursuivre leur ascension encore quelque temps même s'il s'avère que les prix au comptant ont déjà touché leur sommet. Un exemple particulièrement frappant au troisième trimestre, le prix unitaire des exportations de blé était en moyenne d'environ \$2.50 le boisseau, alors que le prix au comptant, témoignant d'une extrême fermeté, passait d'un peu plus de \$3 le boisseau au début du trimestre à \$5.50 environ en septembre.

Sur la scène nationale, l'escalade des prix à l'exportation a eu le plus d'effets dans les secteurs de l'économie spécialisés dans la production de matières premières de base, en particulier l'agriculture, l'industrie minière et l'exploitation forestière. L'exportation absorbe une très grande partie de la production de ces secteurs, aussi l'essor récent de la demande à l'étranger, conjugué à une demande intérieure soutenue, a-t-il donné lieu à une forte progression des revenus. Parallèlement, toutefois, l'attraction de la demande extérieure s'est traduite par des hausses correspondantes des prix au Canada et, par là-même, des coûts des approvisionnements pour les producteurs et pour les consommateurs canadiens.

Ces répercussions sur l'économie intérieure de l'évolution des coûts et des prix à l'exportation ont été aggravées par la pression des importations. De début octobre 1972 à fin septembre 1973, l'indice de déflation du P.N.B. pour

Table I  
Tableau I Major domestic price indicators  
Principaux indicateurs de l'évolution des prix au Canada

	Annual percentage changes Variations annuelles en %				
	1961-1965	1965-1970	1971*	1972*	1973†
<b>GNP PRICE DEFLATORS</b>					
Total	2.2	4.1	3.2	4.6	8.6
GNP excluding exports of goods and services	2.3	4.8	4.1	5.1	4.9
<b>Personal expenditures on goods and services</b>					
Government expenditures on goods and services	1.5	3.6	2.8	3.9	6.6
Residential and non-residential construction	3.6	6.1	5.5	7.9	7.0
Machinery and equipment	2.9	4.2	5.7	7.8	7.1
Final domestic demand	3.5	2.0	2.8	2.7	5.5
	2.2	4.1	3.7	5.0	6.3
<b>CONSUMER PRICE INDEX</b>					
Total	1.8	3.8	4.2	5.2	8.8
Food	2.3	3.5	5.2	9.0	17.1
Total excluding food	1.6	4.0	3.7	3.7	5.8
<b>Non-durable goods excluding food</b>					
Semi-durable goods	0.9	3.3	3.6	2.7	7.1
Durable goods	1.8	3.3	2.0	2.8	5.3
Services excluding shelter	-0.5	1.3	1.5	0.8	2.2
Shelter	2.9	5.2	4.8	4.5	5.3
	2.1	5.4	5.3	5.8	6.9
<b>WHOLESALE PRICE INDEX</b>					
Total	1.8	2.7	3.3	10.2	28.0
Canadian farm products	2.0	1.7	4.0	18.1	29.9
Non-farm	1.9	2.7	4.3	7.4	16.5
Raw and partly manufactured	2.1	2.8	-1.7	14.1	47.7
<b>INDUSTRY SELLING PRICE INDEX</b>					
Total	1.2	2.6	3.3	5.8	15.3
Food and beverages	1.8	3.0	4.6	8.8	28.3
All other	1.0	2.5	2.9	4.8	11.2

\* Percentage changes from fourth quarter to fourth quarter.  
† GNP price deflators: percentage changes from the fourth quarter of 1972 to the third quarter of 1973 at annual rates.  
‡ CPI indexes: percentage changes for three months ended November 1973 over the same period 4 year earlier.  
§ Other price indexes: percentage changes for three months ended October 1973 over the same period a year earlier.

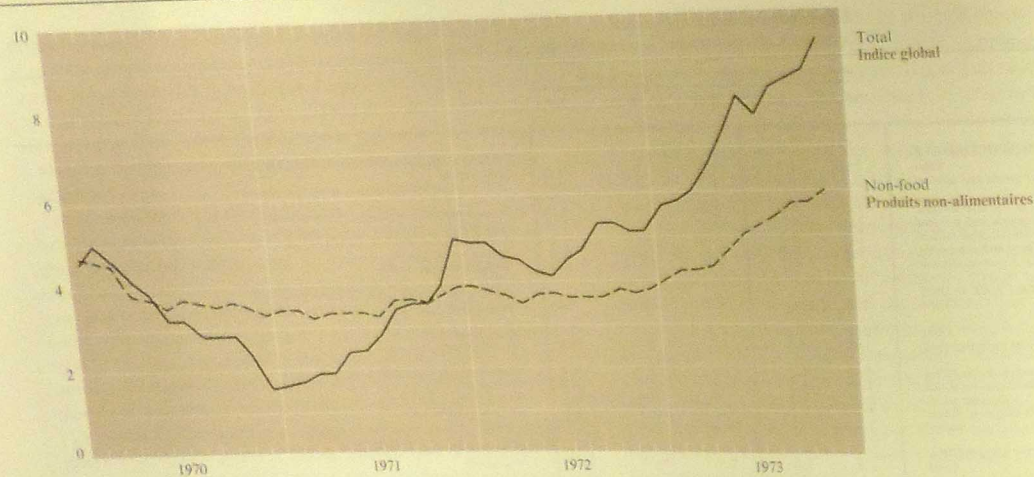
\* Variations en % d'un quatrième trimestre à l'autre.  
† Indice de déflation des prix du P.N.B.: variations en % du quatrième trimestre de 1972 au troisième trimestre de 1973, exprimées en taux annuels.  
‡ Indices des prix à la consommation: variations en %, période de trois mois terminée en novembre 1973 par rapport à la période correspondante de 1972.  
§ Autres indices des prix: variations en %, période de trois mois terminée en octobre 1973 par rapport à la période correspondante de 1972.

and non-housing services, where costs are influenced only indirectly by international price developments. The index for durable goods indicates a less marked acceleration over the last twelve months, though the most recent monthly observations point to a steeper rise as increased raw material costs and other input costs work through to the level of final sales. This particular example illustrates a more general consideration. Whereas a break in food commodity prices from their peak might be expected to give rise to some fairly prompt easing in food prices at the

les importations de marchandises a enregistré une hausse de 11½%, contre seulement 1% pour les douze mois antérieurs. Si l'indice de prix des importations a progressé un peu moins vite que celui des exportations, c'est surtout parce que le gros des importations canadiennes est constitué de produits finis, comme les biens d'équipement et de consommation, plutôt que de matières premières. De toute façon, le prix à l'importation des produits finis a grimpé à une cadence beaucoup plus rapide cette année que l'année précédente, même si cette accélération a été éclip­sée par la progression du prix uni-

Chart V Consumer price index  
Graphique V Indices des prix à la consommation

Percentage changes over the twelve months ending Variations en %, périodes de douze mois



retail level (the decline in meat prices in October is a case in point), prices of consumer manufactured goods are more likely to continue to move up in response to earlier increases in raw material costs for some considerable time after prices have peaked for the relevant commodity inputs.

The rapid rise in prices, particularly for food, has led to Government action designed to mitigate the impact on domestic price levels. A related objective was to minimize the distorting effect on Canadian prices and supplies of U.S. actions in temporarily freezing meat prices and limiting exports of high protein feed, essentially soybean meal. At the time of the February 1973 budget the federal Government introduced a series of import tariff, sales and excise tax reductions for a range of consumer products. While these reductions helped to slow the rise in prices over the spring, intensified pressure on world commodity prices during the summer, and in particular the disruptions resulting from U.S. actions, led to further measures to moderate the domestic impact. In late June and early July, following the imposition of controls on U.S. exports of vegetable oil seeds and meal, Canadian exports of similar products were

taire moyen à l'importation des matières premières industrielles et des produits alimentaires.

Tous les grands indicateurs des prix intérieurs montrent clairement que le niveau des prix au Canada a été influencé par le boom mondial des matières premières (voir Tableau I). Comme on pouvait s'y attendre, ce sont les statistiques des variations de prix aux stades primaire et secondaire de la production, c'est-à-dire les indices des prix de gros et des prix à la production, qui ont enregistré les hausses les plus accusées au cours de l'année écoulée. Au niveau de la consommation, l'accélération la plus prononcée a été observée au chapitre des produits alimentaires, mais le renchérissement des produits non alimentaires compris dans l'indice des prix à la consommation a également pris un rythme plus rapide (voir Graphique V). Particulièrement vive a été la hausse du prix des biens non durables autres que les produits alimentaires qui, au cours des douze derniers mois, ont plus que doublé par rapport à 1972, les champions de la catégorie étant les produits de papier, le mazout et l'essence. De plus, le taux d'inflation des prix a été plus élevé en 1973 pour les services, logement et autres, dont le coût ne subit qu'indirectement l'influence de l'évolution des prix à l'étranger. Si, par contre, l'indice

placed under restrictions to conserve supplies for domestic use. These controls were removed in September. The import duties on live cattle and dressed beef had been suspended in February, and in August export controls were imposed for livestock, beef and pork shipments to the United States to prevent an excessive increase in exports after the price of imported meat in the United States had been driven up by the U.S. freeze on the price of domestically-produced supplies. In mid-September, after the lifting of the U.S. freeze, the export controls were removed. Indeed, with U.S. meat prices falling sharply in a situation of temporary post-freeze oversupply, the meat import duties suspended in February were re-imposed in late September, and in early November temporary surtaxes were imposed on imports of live cattle and dressed beef. These surtaxes, which were a further response to the supply imbalance in the United States, were extended in early December beyond the initial 30-day period but remain subject to review. Also in the fall, the federal Government increased subsidy payments in order to relieve price pressures on bread and milk. In the case of bread, payments to wheat farmers were increased in compensation for holding the price on sales to domestic millers to \$3.25 a bushel, or well below the prevailing world market price. For milk, the price increases that were being brought in on account of the sharply increased cost of feed were turned back by an increase in the subsidy extended to provincial milk marketing agencies. Finally, through a series of steps, including requests for voluntary price restraint and the imposition of export taxes on western crude oil, the federal Government has sought to ease the domestic impact of the worldwide escalation of oil prices. As noted earlier in this article, the oil situation has subsequently been severely exacerbated by the conflict in the Middle East and its aftermath.

The measures taken to protect domestic prices have had a counterpart in initiatives on the income side. An express aim of the reduction in income tax rates and the increase in personal exemptions announced in connection with the February budget was to increase the take-home pay of the average Canadian worker. Furthermore, it was pointed out that the personal income tax indexing system to be introduced for 1974 would work as an automatic offset to the impact of inflation on disposable incomes. The recent and prospective increases in family allowances and the full indexing of Old Age and other Government pensions also alleviate pressure on real incomes stemming from domestic inflation.

In terms of cost components, the faster increase this year in the GNP deflator is directly traceable to the surge in farm income and an accelera-

tion du prix des biens durables n'a pas accusé d'accélération importante pendant les douze derniers mois, les plus récentes données mensuelles laissent entrevoir cependant une augmentation plus prononcée à mesure que l'accroissement du prix des matières premières et des autres coûts de production se répercutera sur les prix à la consommation. Cet exemple illustre un principe plus général. Si une baisse du prix des denrées alimentaires peut entraîner assez rapidement un fléchissement du prix de détail des produits alimentaires (exemple : la diminution du prix de la viande en octobre), la hausse du prix au détail des produits manufacturés déclenchée par le renchérissement des matières premières entrant dans leur fabrication, elle se poursuivra vraisemblablement bien longtemps après que le prix de ces matières premières se sera stabilisé.

Pour contrer la flambée des prix, ceux des produits alimentaires notamment, le gouvernement édicta des mesures visant à en modérer l'effet sur le coût de la vie au Canada. Ces mesures visaient également à diminuer l'effet perturbateur sur les prix et sur l'offre au Canada du gel du prix de la viande et du contingentement de l'exportation des grains à forte teneur en protéine, des tourteaux de soja spécialement, lesquelles dispositions avaient été instituées à titre provisoire aux États-Unis. En déposant son budget de février 1973, le gouvernement fédéral introduisit une série de réductions des droits de douane à l'importation, des taxes de vente et des droits d'accise sur toute une gamme de produits de consommation. Ces réductions ont aidé à atténuer la montée des prix au printemps, mais l'accentuation de la pression sur les prix mondiaux des matières premières pendant l'été et notamment les perturbations résultant des initiatives du gouvernement américain ont justifié d'autres mesures visant à mitiger l'incidence de ces facteurs sur le marché intérieur. Fin juin—début juillet, après l'imposition par les États-Unis de contrôles sur les exportations de graines et de farine d'oléagineux, le Canada institua des restrictions à l'exportation de produits analogues afin d'assurer l'approvisionnement du marché intérieur. Ces contrôles furent abolis en septembre. Les droits à l'importation du bétail sur pied et du bœuf abattu avaient été suspendus en février; en août, on imposa des contrôles sur les expéditions aux États-Unis de bétail sur pied, de viande de bœuf et de porc afin d'empêcher un accroissement démesuré des exportations de ces produits aux États-Unis où le prix de la viande importée avait monté en flèche par suite du blocage du prix de la viande indigène. À la mi-septembre, après l'abrogation du gel des prix dans ce dernier pays, les contrôles à l'exportation furent abolis au Canada. La surabondance temporaire de l'offre de viande, consécutive à la période de gel des prix, faisant fléchir le prix de ce produit aux États-Unis, les droits à l'importation qui avaient été suspendus dans notre

Table II  
Tableau IIUnit costs and prices  
Coûts et prix unitaires

	Percentage changes at annual rates Variations en %, taux annuels					
	1961-1965	1965-1970	1971	1972	1973*	
	1961-1965	1965-1970	1971	1972	1973*	
Labour costs per unit of output	2.0	5.6	3.6	4.7	4.7	Coût de la main-d'oeuvre par unité produite
Profits per unit of output <sup>(1)</sup>	2.7	1.7	3.2	6.6	8.3	Bénéfice par unité produite <sup>(1)</sup>
Farm income	9.1	-2.5	22.1	12.1	78.8	Revenu agricole
Labour costs, profits and farm income per unit of output	2.3	4.1	3.8	5.2	6.9	Coût de la main-d'oeuvre, revenu et bénéfices agricoles par unité produite
GNP price deflator	2.2	4.1	3.2	4.6	6.4	Indice de déflation des prix du P.N.B.

<sup>(1)</sup> Profits net of inventory valuation adjustment plus capital consumption allowances.

\* Percentage changes for first three quarters of 1973 over the same period a year earlier.

<sup>(1)</sup> Les données sont nettes et tiennent donc compte de l'ajustement de la valeur des stocks et des provisions pour consommation du capital.

\* Variations en %, période des trois premiers trimestres de 1973 par rapport à la période correspondante de 1972.

ation in the growth of unit profits (see Table II). The accrued net income of farm operators over the first nine months of 1973 averaged some four-fifths higher than in the same period last year. Thus, even though farm costs, including for livestock producers and dairy farmers the cost of feed, have also gone up sharply, the net effect of the rise in farm commodity prices has been a dramatic improvement in the economic position of important sectors of the farm economy after a number of years of lagging growth in agricultural incomes. The cyclical recovery in corporate profits began in 1971 and, given the tight operating levels reached in a number of sectors of the Canadian economy early this year, it might have been anticipated that this upswing would become less pronounced in 1973. However, as noted earlier, earnings in major resource sectors of the economy have been strongly reinforced by the favourable demand situation for Canadian basic commodity exports. In contrast, the currently available estimates indicate that the increase in wage costs, although continuing at a high rate, has not accelerated. For the first three quarters of 1973 labour costs per unit of output were running above the same period a year earlier by 4¼ per cent, or the same rate as that registered in 1972.

While earnings data indicate no acceleration in the rise in money wages per worker for the period of 1973 for which data are available, the advance in average weekly wages and salaries has continued to run at the high rate that has persisted for some years. In the very tight labour market conditions that prevailed in the mid-1960s the yearly increase in

pays en février furent rétablis fin septembre; début novembre, le gouvernement canadien imposa des surtaxes temporaires à l'importation du bétail sur pied et de la viande de bœuf abattu. Début décembre, ces surtaxes, instituées en raison du déséquilibre de l'offre sur les marchés des États-Unis, ont été reconduites au-delà de la période initiale de 30 jours, tout en restant sujettes à révision. À l'automne également, le gouvernement fédéral a augmenté certaines subventions afin d'atténuer la pression sur le prix du pain et du lait. Dans le cas du pain, les transferts aux producteurs de blé ont été augmentés pour tenir compte du fait que le prix du boisseau vendu aux meuniers canadiens avait été bloqué à \$3.25, soit un prix bien inférieur à celui du marché mondial. En ce qui concerne le lait, des hausses de prix justifiées par la progression rapide du coût de la provende ont été abrogées à l'occasion d'un relèvement de la subvention accordée aux organismes provinciaux de commercialisation du lait. Enfin le gouvernement fédéral a cherché par une série d'initiatives, notamment des demandes de limitation volontaire des prix ainsi que l'introduction de droits à l'exportation du pétrole brut de l'Ouest, à atténuer les répercussions au Canada de la montée mondiale des prix du pétrole. Comme nous l'avons déjà fait remarquer dans le présent article, les tensions sur le marché du pétrole ont encore été sérieusement exacerbées depuis par le conflit au Moyen-Orient et par ses suites.

Les mesures prises en vue de stabiliser les prix intérieurs ont été complétées par des dispositions relatives aux revenus. La réduction de l'impôt sur le revenu et le relèvement des exemptions personnelles annoncés à l'occasion du dépôt du budget de février visaient expressément à accroître le salaire net du

Table III  
Tableau IIIAverage weekly earnings  
Gains hebdomadaires moyens

	Annual percentage changes Variations annuelles en %					
	1961-1965	1965-1970	1971	1972	1973*	
	1961-1965	1965-1970	1971	1972	1973*	
Manufacturing	3.8	7.0	8.5	8.4	7.1	Industries manufacturières
Construction	5.3	9.4	12.6	11.6	8.0	Construction
Industrial composite	3.9	6.9	8.6	8.4	7.2	Ensemble des industries
Industrial composite deflated by CPI	2.0	2.9	5.6	3.4	0	Ensemble des industries, données dégonflées par l'indice des prix à la consommation

\* Percentage changes for the first nine months of 1973 over the same period a year earlier.

\* Variations en %, période des neuf premiers mois de 1973 par rapport à la période correspondante de 1972.

Canadian industrial weekly wages almost doubled, moving up from the 4 per cent range previously typical to around the 7 to 8 per cent level (see Table III). This pace was maintained through the latter part of the 1960s and into the early 1970s, notwithstanding the apparent opening up of considerable economic slack for a fairly extended period, and even with no further acceleration, has contributed to an underlying rate of domestic inflation significantly higher than before. In real terms, \* the recent pattern of wage change has been somewhat more varied. Estimates for the first nine months of this year indicate that industrial weekly earnings rose no faster than the CPI, but this follows two years in which the increases in 'real' wages were well above average.

Some idea of the trend in wages in the quarters ahead can be obtained from the latest information on wage settlements under major contracts. While new collective bargaining agreements (excluding construction) settled in the period 1967 through 1972 averaged out to annual increases in base rates of pay of 7½ and 8½ per cent, settlements over the first three quarters of 1973 have averaged nearly 9 per cent annually for the life of the contract. † Furthermore, the quarterly observations show successively larger increments. For the third quarter the average

\* For this purpose the change in real terms is defined as that obtained by deflating the increase in nominal terms by the corresponding change in the CPI.

† It should be noted that these statistics do not take account of provisions in collective bargaining agreements for wage adjustments contingent upon future changes in the cost of living (escalator clauses) and, as base rate series, do not encompass the costs of negotiated fringe benefits.

travailleur canadien moyen. De plus, on faisait remarquer que le régime d'indexation de l'impôt sur le revenu des particuliers, qui entrerait en vigueur en 1974, compenserait en quelque sorte automatiquement la réduction de valeur des revenus disponibles due à l'inflation. La pression exercée sur les revenus réels par l'inflation intérieure est également amortie par les majorations récentes et prévues des allocations familiales ainsi que par l'indexation intégrale des pensions de vieillesse et autres rentes versées par le gouvernement.

En ce qui concerne les facteurs coûts, la hausse plus rapide cette année de l'indice de déflation du P.N.B. est attribuable directement à la vive avance du revenu agricole et à l'accélération de la croissance des bénéfices par unité produite (voir Tableau II). Le revenu net des agriculteurs pour les neuf premiers mois de 1973 est en moyenne de 80% supérieur à celui de la période correspondante de l'an dernier. Donc, même si les coûts agricoles accusent également une forte croissance, notamment le coût de l'alimentation animale dans le cas des éleveurs de bétail et des producteurs de lait, le renchérissement des matières premières agricoles se solde par une amélioration spectaculaire de la situation économique de certains importants secteurs après un certain nombre d'années de retard relatif dans la progression du revenu agricole. Une reprise cyclique des bénéfices des sociétés s'est amorcée en 1971, mais étant donné le niveau élevé de production atteint dans un certain nombre de secteurs de l'économie canadienne au début de l'année, on pouvait s'attendre que la reprise fût moins prononcée en 1973. Toutefois, comme il a été mentionné plus haut, les bénéfices réalisés dans les principaux secteurs ouvrant

increase reached a new peak of close to 10 per cent annually. Because of greater sampling variability, quarterly statistics on wage settlement agreements tend to be more volatile than the yearly average, but there is little evidence that special factors were important in pushing up the rate of increase in the third quarter. However, it may be noted that the first year increases under multi-year contracts settled in the third quarter were unusually high, absorbing a large share of the total contract settlement.

\* \* \*

Although strong upward pressures persist in a number of areas, some evidence has emerged in recent months that the extraordinary boom in primary commodity prices that developed during the past two years may have begun to diminish in intensity. Spot prices for a number of important items, particularly foodstuffs, have recently eased somewhat. While the outlook for food prices is still crucially dependent on good crops next year, the favourable crop developments this year have helped to alleviate the short-run supply situation. On the other hand, the dramatic change in oil pricing policies is causing a sharp escalation in prices of oil-based products and putting upward pressure as well on the price of energy obtained from other sources. There also remains the possibility of sharp increases in spot prices of a few other commodities as a result of particular market situations, and further upward adjustments seem likely for a number of basic processed materials whose prices are largely set on an administered basis. More fundamentally, the general trend of commodity and industrial material prices will depend on demand developments in the major industrial countries over the next several quarters.

Until very recently, the main assurance of an over-all easing of demand was to be found in the fairly clear evidence that in the United States demand would slow sufficiently to bring the rate of growth significantly below the potential growth path of some 4¼ per cent annually. Now, however, the rapidly changing energy situation is injecting new uncertainties. The cuts in Middle East supplies are bound to generate further strong upward pressures on the prices of petroleum-based products, while production cutbacks necessitated by oil shortages could adversely affect the supply of a wide range of processed materials. At the same time, however, the disruptive effects on industrial activity of any prolonged squeeze on energy supplies could have an adverse impact on incomes and industrial demand, leading to a slackening of pressures on raw material prices that could be quite pronounced.

These crosscurrents will have an important bearing on price develop-

ments in Canada in the coming quarters. Even in the event of a sustained easing in commodity prices over a fairly broad front, the consequences in terms of realized export and import prices would appear only gradually. At the point of final sale, the effects would be further delayed, as previous increases in materials costs continue to work through the system. Still, given reasonable crops next year in the major producing countries, there appear to be good prospects of a substantial slowing in the rate of increase of domestic food prices. For non-food consumer items, the near term outlook appears less favourable. Besides the lagged effects of earlier price increases for raw materials and the mounting strains in the energy area, there is evidence in the economies of our major trading partners that the sharp increases in living costs during the past year are leading to upward pressures on wage costs.

In Canada, the role of domestic cost factors in price formation has been largely overshadowed by the external pressures stemming from the commodity boom. The foregoing analysis suggests, however, that the underlying rate of increase in domestic costs has continued to be close to 5 per cent a year – below the recent pace of increase in living costs but higher than the rate that has generally been regarded as consistent with reasonable price performance. While an easing of commodity prices may lead to some moderation in the rise in living costs, the extent of any deceleration depends to an important degree on cost developments in Canada. The rate of domestic cost formation is already relatively high and there are no signs of any slowing in the period immediately ahead.

On peut se faire une certaine idée de la tendance des rémunérations au cours des trimestres à venir à partir des derniers renseignements sur les principaux accords salariaux. En vertu des nouvelles conventions collectives (non comprises celles du secteur de la construction) négociées de 1967 à 1972, les taux de base des salaires augmentaient en moyenne de 7½ à 8½% l'an, cependant que les accords salariaux conclus pendant les trois premiers trimestres de 1973 accordaient une hausse moyenne annuelle de 9% pour toute la durée du contrat. Qui plus est, les données trimestrielles indiquent des augmentations

\* À cette fin, la variation en termes réels s'obtient en dégonflant l'augmentation nominale par la variation de l'indice des prix à la consommation.

† À remarquer que ces statistiques ne tiennent pas compte des dispositions des conventions collectives qui prévoient des ajustements de salaire en fonction des variations futures du coût de la vie (échelle mobile); ces données, fondées sur des taux de base, ne tiennent pas non plus compte du coût des avantages sociaux obtenus par négociation.

successives beaucoup plus élevées. Ainsi, pour le troisième trimestre, l'augmentation moyenne a atteint une crête de près de 10% l'an. Vu que les échanges retenus sont assez variables, les statistiques trimestrielles des accords salariaux tendent à fluctuer davantage que la moyenne annuelle, mais il ne semble guère que des facteurs spéciaux aient joué un rôle important dans la hausse enregistrée au cours du troisième trimestre. Toutefois, on peut constater que dans les conventions de plusieurs années négociées au cours du troisième trimestre, les augmentations accordées pour la première année étaient exceptionnellement fortes, absorbant une bonne part de l'ensemble des augmentations accordées.

\* \* \*

Bien que de fortes pressions à la hausse persistent dans un certain nombre de secteurs, on a constaté au cours des derniers mois certains signes de ralentissement du boom extraordinaire des matières premières enregistré au cours des deux dernières années. Les prix au comptant d'un certain nombre de produits importants, particulièrement les denrées alimentaires, se sont quelque peu ralentis ces derniers temps. Si la perspective d'évolution des prix des denrées alimentaires dépend encore avant tout des résultats des récoltes de l'année prochaine, les bonnes récoltes de cette année n'en ont pas moins aidé à soulager pour un certain temps la situation de l'offre. D'autre part, le changement radical des politiques de prix du pétrole est en train de provoquer une escalade brutale des prix des dérivés du pétrole et d'exercer une pression à la hausse sur les prix de l'énergie provenant d'autres sources. La possibilité de fortes augmentations du prix au comptant de certaines autres matières par suite des conditions particulières du marché n'est pas écartée; il semble probable qu'on verra continuer de renchérir d'autres matières premières ouvrées dont les prix sont administrés dans une large mesure. Fondamentalement, la tendance générale des prix des matières premières et des matières industrielles dépendra de l'évolution de la demande dans les principaux pays industrialisés au cours des prochains trimestres.

Jusqu'à tout récemment, la principale raison de croire à un ralentissement général de la demande résidait dans les indices assez manifestes d'un ralentissement futur de la demande aux États-Unis à un point tel qu'il ramènerait le taux de croissance bien en deça du taux de croissance potentielle d'environ 4¼% l'an. Présentement toutefois, l'évolution rapide de la situation sur le plan de l'énergie crée de nouvelles incertitudes. Les réductions des livraisons de pétrole en provenance du Moyen-Orient se traduiraient inévitablement par de nouvelles pressions à la hausse sur les prix des dérivés du pétrole, alors que le ralentissement de la production causé par la pénurie de pétrole risque d'avoir des effets néfastes sur l'offre d'un grand nombre de produits ouvrés.

Parallèlement, toutefois, les effets perturbateurs qu'aurait sur l'activité industrielle toute contraction prolongée de la fourniture d'énergie pourraient se révéler préjudiciables aux revenus et à la demande de l'industrie et conduire à une atténuation, peut-être même assez prononcée, des pressions sur les prix des matières premières.

Ces remous auront une influence considérable sur l'évolution des prix au Canada au cours des prochains trimestres. Même dans le cas d'un ralentissement prolongé du prix d'un éventail assez large de matières premières, les conséquences sur les prix des importations et des exportations en exécution de contrats à prix ferme ne se manifesteront que graduellement. Aux lieux de vente, les effets tarderont encore davantage à se faire sentir au niveau du consommateur, vu que les augmentations antérieures des coûts des matières premières continueront d'influer sur les prix. Toutefois, si les récoltes sont raisonnablement bonnes au cours de la prochaine année dans les principaux pays agricoles, il y a de bonnes chances que ralentisse de façon notable le renchérissement des denrées alimentaires au Canada. Quant aux produits non alimentaires, les perspectives à court terme semblent moins favorables. En plus des effets à retardement des augmentations de prix antérieures des matières premières et des tensions croissantes dans le secteur de l'énergie, il semble que les fortes augmentations du coût de la vie observées l'an dernier chez nos principaux partenaires commerciaux provoqueront des pressions à la hausse sur les coûts salariaux.

Au Canada, le rôle des facteurs coûts d'origine intérieure dans la formation des prix a été pour une bonne part éclipsé par les tensions extérieures résultant du boom des matières premières. Il ressort toutefois de la présente analyse que le taux d'augmentation des coûts intérieurs a continué à être de l'ordre de 5% par an – soit un chiffre inférieur au taux récent d'augmentation du coût de la vie, mais supérieur au taux généralement considéré comme compatible avec un comportement raisonnable des prix. Le ralentissement des prix des matières premières peut entraîner une certaine modération de la hausse du coût de la vie; cependant, l'ampleur de cette décélération dépend dans une large mesure de l'évolution des coûts au Canada. Le rythme d'évolution des coûts dans notre pays est déjà relativement élevé et l'on n'entrevoit dans l'immédiat aucun indice de ralentissement.

## Charts

- S2 Fiscal policy and monetary aggregates
- S2 Chartered banks
- S4 Interest rates
- S6 Government of Canada direct and guaranteed securities outstanding
- S7 Financing of governments and business
- S8 National accounts
- S9 Selected economic indicators
- S10 Labour market
- S12 Prices
- S13 Incomes and costs
- S14 External trade
- S15 Canadian balance of international payments

Symbols used in the charts  
A arithmetic scale  
L logarithmic scale

## Graphiques

- S2 Politique financière et agrégats monétaires
- S2 Banques à charte
- S4 Taux d'intérêt
- S6 Encours des titres émis ou garantis par le gouvernement canadien
- S7 Financement des gouvernements et des entreprises
- S8 Comptes nationaux
- S9 Quelques indicateurs économiques
- S10 Marché du travail
- S12 Prix
- S13 Revenus et coûts
- S14 Commerce extérieur
- S15 Balance canadienne des paiements

Abréviations utilisées dans les graphiques  
A échelle arithmétique  
L ordonnées logarithmiques