

Cover:

Silver Dollar 1949

Although it is now a fairly common practice, the use of our coinage to commemorate a special event was relatively rare prior to the 1960s. The principal coin used for commemorative purposes has been the dollar. One of the most attractive of these coins is the one issued nearly thirty years ago to mark the entry of Newfoundland into Confederation. The design of the coin features a view of "The Mathew", the ship on which John Cabot sailed on his voyage to Newfoundland in 1497. Below the waves is inscribed the Latin phrase FLOREAT TERRA NOVA (May the new found land flourish). This piece was designed and engraved by Thomas Shingles, Chief Engraver of the Royal Canadian Mint. The creation by Shingles of this beautiful design becomes even more remarkable when it is realized that it was engraved directly in steel entirely by hand. The more usual method is to make a large model which is then reduced to coin size by the use of a pantograph-like engraving machine. The piece illustrated on the cover is part of the National Currency Collection of the Bank of Canada. Photograph by J. A. Haxby, Bank of Canada.

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.
CN ISSN 0045-146

Couverture:

Dollar d'argent 1949

Bien que la frappe de pièces de monnaie commémoratives soit actuellement assez courante au Canada, elle se pratiquait relativement peu avant les années soixante. Le dollar surtout a servi à cet usage. Particulièrement remarquable est la pièce émise il y a une trentaine d'années pour célébrer l'entrée de Terre-Neuve dans la Confédération. Cette pièce est ornée d'une reproduction du "Mathew", bateau sur lequel Jean Cabot effectua le voyage qui le mena à Terre-Neuve en 1497. Au-dessous des vagues est inscrite la légende latine FLOREAT TERRA NOVA (Que la terre neuve fleurisse). La conception et la gravure de cette pièce sont de Thomas Shingles. Graveur en chef à la Monnaie Royale canadienne. Détail digne d'attention: cette admirable œuvre de Shingles est une gravure sur acier entièrement exécutée à la main. Habituellement, on part d'un modèle de grande taille qui est réduit à la dimension voulue à l'aide d'une machine à graver de type pantographe. L'échantillon reproduit en page couverture fait partie de la Collection nationale de monnaies. Photographie: J. A. Haxby, Banque du Canada.

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.
CN ISSN 0045-146

The Bank of Canada in 1953 and 1954: A further stage in the evolution of central banking in Canada

George S. Watts

This is the final instalment in a series of articles designed to trace the antecedents of central banking in Canada and to place the first two decades of the Bank of Canada's operations in perspective.

In many respects the problems and challenges that have confronted the Bank in more recent years have differed substantially from those it faced during the first two decades of its history. At the time the Bank began operations, the world economy was very slowly recovering from the severe depression of the early 1930s and the main aim was to encourage an upturn in activity. Within a few years, World War II had broken out and the need to maximize the war effort became the overriding consideration. The transition to a peacetime economy was accomplished relatively smoothly and rapidly but the external situation remained a source of concern and attitudes continued to be influenced by the experience of the inter-war years. Although the situation began to change in the early 1950s, particularly after the outbreak of the Korean war, the direction of policy up until that time had been either mainly stimulative or subordinate to wartime controls. It was not until the mid-1950s, when the postwar expansion and upsurge in resource development began to take on boom dimensions and to exhibit strong self-generating characteristics, that the Bank began to pursue an active monetary policy.

The drawing of a line at this point is, of course, arbitrary. Many of the forces that would shape the growth of the economy in later years were already at work in the early 1950s and earlier. Views on monetary policy which in the immediate postwar period had reflected a preoccupation with the difficulties of transition and concern about unemployment,

Mr. Watts has been with the Bank since 1936; for the past two years he has held the position of Archivist.

L'évolution de la Banque du Canada en 1953-1954: une nouvelle étape de l'histoire de la banque centrale

par George S. Watts

L'article qui suit est le dernier d'une série visant à étudier les origines et les vingt premières années d'existence de la banque centrale du Canada.

À de nombreux points de vue, les problèmes de toutes sortes que la Banque a eu à résoudre au cours des dernières années diffèrent sensiblement des difficultés qu'elle avait dû affronter au cours de ses deux premières décennies. Lorsque la Banque entama ses opérations, l'économie mondiale se relevait à grand peine de la crise des années trente, et il s'agissait avant tout de favoriser la reprise de l'activité économique. Quelques années plus tard, la Seconde Guerre mondiale s'abattait sur le monde et il devint impératif de renforcer au maximum l'effort de guerre. La transition à une économie de paix se fit assez rapidement et sans trop de heurts, mais la situation à l'étranger demeura une source de préoccupations et les décisions continuèrent de porter la marque des attitudes adoptées durant l'entre-deux-guerres. Si la situation commença à changer vers le début des années cinquante et, en particulier, après le déclenchement des hostilités en Corée, l'orientation de la politique avait été jusque-là avant tout stimulatrice, quand elle n'était pas subordonnée aux mesures de contrôle de la période de guerre. Ce n'est que vers le milieu des années cinquante, après que l'expansion de l'activité économique et de la mise en valeur des richesses naturelles eut commencé à prendre l'allure d'un boom et à montrer de nettes caractéristiques d'auto-renforcement, que la Banque commença à appliquer une politique monétaire active.

Il est naturellement impossible de tracer ici une ligne de démarcation sans faire intervenir une large part d'arbitraire. Parmi les facteurs qui allaient influencer la croissance de l'économie au cours des années à venir, beaucoup

M. Watts est entré au service de la Banque en 1936 et y occupe depuis deux ans le poste d'Archiviste.

began to change at this time in Canada as in other countries.* While the severe inflationary pressures generated by the Korean war were a major factor, there was also a growing realization within the Bank that the economic environment had changed significantly and that inflation was at least as likely to be a problem in the future as insufficient demand. This readjustment in thinking was one which occurred gradually. In Canada, as in most countries, there continued to be a bias towards low and relatively stable bond yields and considerable emphasis was placed on fiscal and other direct measures in combatting the inflationary pressures that followed in the wake of the Korean war. However, the Bank of Canada for the first time in its history moved to a restrictive monetary policy, though it did so cautiously and in conjunction with the use of moral suasion.

More significantly, the Korean war experience, as well as a developing view within the Bank that the basis was being laid for a strong and sustained expansion, prompted the Bank in the early 1950s to re-examine the tools available for implementing its policies. The institutional and legislative framework within which the Bank operated had changed very little over the years and, in the absence of an effective money market capable of responding sensitively to changing market demands, the ability of the Bank to implement policy through open market operations without risking possible disruptive side effects was severely restricted. Beginning in 1953, various steps were taken to encourage the growth of a short-term money market in Canada. Important changes were also made in banking legislation in 1954 when the Bank Act came up for decennial revision, the first such revision outside wartime since the establishment of the central bank. It is these developments that distinguish this interval in the Bank's history and on which this article will focus.

Changes in banking structure

When the Macmillan Commission in 1934 recommended the establishment of a central bank in Canada, it pointed out that the operations of the new central bank would be hampered by the lack of a developed money market in this country. While Canada in most respects had a well-established financial structure, it did not possess a short-term market in any real sense. Treasury bills had been sold to individual banks during the first world war and for some years afterwards, and the first auction

s'étaient déjà manifestés au tout début de la décennie et même avant. C'est à cette époque que les opinions en matière de politique monétaire, qui s'inspiraient au lendemain de la guerre du souci provoqué par les problèmes de la transition et du chômage, commencèrent à changer tant au Canada qu'à l'étranger.* Si ce changement d'optique était provoqué principalement par les fortes pressions inflationnistes attribuables à la guerre de Corée, la Banque s'apercevait de plus en plus que le contexte économique s'était nettement modifié et que l'inflation risquait, au moins autant que l'insuffisance de la demande, de constituer à l'avenir une source de problèmes. Cette évolution des idées avait été progressive. Au Canada, comme dans la plupart des autres pays, on préféra continuer d'assortir les emprunts obligataires de taux peu élevés, mais stables, et on se fia avant tout aux dispositions fiscales et à d'autres mesures directes pour combattre les pressions inflationnistes qui suivirent la guerre de Corée. Pourtant c'est à cette époque que la Banque du Canada s'engagea pour la première fois dans la mise en œuvre d'une politique monétaire restrictive, mais elle le fit avec précaution et tout en recourant en même temps à la persuasion morale.

Fait plus important, l'expérience de la guerre de Corée et l'impression croissante au sein de la Banque que le pays était à la veille d'une expansion vigoureuse et soutenue ont poussé celle-ci à réexaminer à cette époque les moyens dont elle disposait pour réaliser ses politiques. Le cadre institutionnel et juridique dans lequel la Banque fonctionnait avait très peu évolué au fil des années et, en l'absence d'un marché monétaire efficace et sensible aux fluctuations de la demande, elle pouvait à peine utiliser les opérations d'open market dans la poursuite de ses objectifs sans risquer des effets secondaires perturbateurs. À partir de 1953, diverses mesures furent prises pour favoriser le développement d'un marché de l'argent à court terme au Canada. La législation bancaire subit également des modifications importantes lors de la révision décennale de 1954 de la Loi sur les banques, première des révisions de cette loi à être effectuées en temps de paix depuis la création de la banque centrale. Les développements que nous venons de mentionner caractérisent cette période de l'histoire de la Banque du Canada, et c'est sur eux que nous concentrerons notre attention dans le présent article.

Modifications structurelles dans le domaine bancaire

Tout en recommandant, en 1934, la création d'une banque centrale au Canada, la Commission Macmillan faisait remarquer que l'absence dans notre

of bills was held in March 1934. However, though the bills provided the Government with a means of borrowing short-term from the banks, they were not regarded as liquid and were not traded. The chartered banks also had call loans on their balance sheets but, though they resembled in form such loans on the New York and London markets, in practice they were not regarded as callable on demand by either lender or borrower. To a large extent, the banks relied on the facilities of the New York market where they had long been active, particularly in the call loan market, to meet any requirements for liquidity that could not be met through the regular maturing of bills of exchange or other short-term paper which had always constituted an important share of their assets. Although they were able in this way to meet sudden demands for liquidity, their involvement in the New York market had at times worked in a way that was detrimental to the economy. Undoubtedly, the availability of the well-developed New York market and its close proximity to Canadian financial centres had been an inhibiting factor in the development of even a rudimentary money market in Canada.

The establishment of a central bank was an essential step in the evolution of a money market in Canada. From the first, the Bank of Canada sought to encourage the development of a market in treasury bills and other short-term Government securities. Since it was prepared to buy and sell bills at prices close to the latest tender rate, the chartered banks came to regard bills as their most liquid asset after cash. Regular fortnightly auctions were introduced in 1937 but the amount outstanding remained small until the war years when there was a substantial increase. After the war, the amount outstanding was held unchanged, though other Government debt was reduced. The market for treasury bills, however, remained largely limited to the chartered banks and the Bank of Canada and there was little secondary market trading.

Although it had not been possible to make much progress, the Bank of Canada continued to view the establishment of a money market in Canada as a highly desirable development. This is evident from statements in Annual Reports; it is also a recurring theme in the internal memoranda and correspondence of this period. However for many years other considerations had a greater urgency. At the outset there was no great need for a money market nor were conditions particularly favourable to encouraging its growth, though it was recognized that the circumstances were not normal and that, if economic activity recovered as hoped, the Bank's ability to control the cash reserves of the banking system and influence credit conditions could be handicapped. During the war years

pays d'un marché monétaire actif entraverait le fonctionnement du nouvel organisme. Si le Canada était, tout compte fait, doté d'une structure financière bien établie, il ne disposait pas d'un marché à court terme. Il y avait eu des ventes de bons du Trésor à certaines banques au cours de la première guerre mondiale, puis pendant les premières années de l'entre-deux-guerres, et c'est en mars 1934 qu'avait eu lieu la première adjudication de ces bons. Toutefois, même si le placement de ces titres donnait au gouvernement le moyen de se procurer un financement bancaire à court terme, ceux-ci n'étaient pas considérés comme des avoirs liquides et ne faisaient pas l'objet de transactions secondaires. De même, les banques à charte avaient bien à leur bilan un poste «Prêts à vue», mais si ceux-ci ressemblaient aux prêts de même nature octroyés sur les marchés de New-York et de Londres, dans la pratique, ni prêteurs ni emprunteurs ne les considéraient comme remboursables à vue. Dans une large mesure les banques s'approvisionnaient en capitaux à New York, particulièrement sur le marché des prêts à vue de cette place, à laquelle elles avaient depuis longtemps pris l'habitude de s'adresser lorsqu'elles avaient des besoins de liquidités qui ne pouvaient être couverts par l'arrivée à échéance des lettres de change ou des autres effets à court terme, lesquels avaient toujours constitué une part importante de leurs avoirs. Si cette façon d'agir permettait aux banques de satisfaire des demandes inattendues de fonds liquides, leur dépendance vis-à-vis du marché new-yorkais s'était occasionnellement révélée préjudiciable à l'économie canadienne. Nul doute que la facilité d'accès au vaste marché de New York et la proximité de ce dernier par rapport aux centres financiers canadiens avaient nui à la création d'un marché monétaire, même embryonnaire, dans notre pays.

La création d'une banque centrale a constitué une étape primordiale de la création d'un marché monétaire au Canada. Dès l'abord, la Banque du Canada a cherché à faciliter la mise en place d'un marché de bons du Trésor et d'autres titres à court terme du gouvernement. Vu que la banque centrale se montrait disposée à acheter et à vendre des bons à des cours proches de la dernière adjudication, les banques à charte en vinrent à considérer les bons comme l'élément le plus liquide de leur actif, après l'encaisse. Un système d'adjudications bimensuelles fut adopté en 1937. L'encours des bons, faible jusqu'à l'époque de la guerre, augmenta alors considérablement, pour rester stable après la fin des hostilités, le gouvernement réduisant plutôt d'autres éléments de sa dette. Le marché des bons du Trésor restait cependant dans une large mesure limité aux banques à charte et à la Banque du Canada, car ces titres ne faisaient guère l'objet d'opérations sur le marché secondaire. Bien qu'il n'eût pas été possible d'enregistrer de grands progrès en la matière, la Banque du Canada continua de considérer la création d'un marché

*See "The Bank of Canada from 1948 to 1952: the pivotal years", Bank of Canada Review, November 1974.

*Voir «La Banque du Canada de 1948 à 1952: le tournant», Revue de la Banque du Canada, novembre 1974.

and immediately after, the programme of controls meant that there was less need for a market mechanism and that in practical terms any effective move towards an orderly introduction of a money market was out of the question. However, by the end of the 1940s it had become apparent, with the return to peacetime conditions, that not only was the need for innovative steps becoming pressing but that the strong postwar expansion of the economy was creating an environment in which efforts to foster a money market could be expected to have prospects for genuine success. Both the number and resources of potential participants in a money market had increased substantially and, though a non-bank market for treasury bills had not developed to any extent, short-dated Government bonds were held in large amounts outside the banking system and were actively traded.

For several years the Bank, in trading in treasury bills, had progressively widened the spread between its buying and selling levels in order to create an incentive for the chartered banks to look elsewhere for buyers. These efforts had met with little success and in early 1953 a number of important new steps were taken. The principal objective was to broaden the market for treasury bills and other short-term paper by encouraging some of the larger investment dealers to act as 'jobbers', that is, to hold an inventory of short-term securities and other paper and to stand ready to buy or sell. With this end in view, the regular auction of treasury bills was changed from a fortnightly to a weekly basis, a nine-month issue was offered in addition to the three-month issue and the amount outstanding was gradually increased over the next few months from \$450 million to \$650 million.* Concurrently with these steps, the Bank of Canada undertook to provide investment dealers who were prepared to take a jobbing position with an alternative means of financing inventories of short-term Government securities through the institution of purchase and resale agreements (PRA). Under these arrangements, the Bank would, if required, provide participating dealers with short-term accommodation up to a specified limit for each dealer by purchasing treasury bills and/or short-term Government bonds under an agreement to resell the securities at a pre-determined cost to the dealer. Initially these facilities were made available to 'approved' dealers at a rate lower than that charged by the banks for call loans but it was hoped that a true

monétaire canadien comme éminemment souhaitable. En témoignage d'ailleurs les déclarations contenues dans ses Rapports annuels; en outre le thème sera souvent abordé dans les notes de service et la correspondance de cette période. Toutefois la priorité fut accordée pendant de nombreuses années à d'autres questions plus urgentes. Au début, le pays n'avait pas telle besoin d'un marché monétaire et la conjoncture n'était pas particulièrement propice à l'expansion de ce marché; on admettait toutefois que la situation n'était pas normale et que si la reprise escomptée de l'activité économique se produisait, la Banque pourrait se sentir gênée dans ses efforts pour influencer sur les réserves-encaisse du système bancaire et sur le marché du crédit. Durant les années de guerre et pendant encore quelque temps, les mesures de contrôle en vigueur atténuèrent la nécessité d'un mécanisme de marché et interdisaient en pratique toute action préparatoire à l'implantation ordonnée d'un marché monétaire. Cependant, à la fin des années quarante, le retour à la conjoncture de temps de paix aidant, il était devenu évident que non seulement il devenait de plus en plus nécessaire d'innover, mais encore que l'essor économique de l'après-guerre créait un cadre réellement propice à la promotion d'un marché monétaire. Le nombre des participants éventuels à un marché monétaire et les ressources dont ils disposaient s'étaient sensiblement accrues et, bien que nul marché parabancaire de bons du Trésor de quelque importance ne fût apparu, de grandes quantités d'obligations à court terme du gouvernement figuraient dans des portefeuilles étrangers au système bancaire et faisaient l'objet d'un marché actif.

Pendant plusieurs années, à l'occasion de ses opérations sur les bons du Trésor, la Banque avait progressivement accru l'écart séparant son prix de vente de son prix d'achat afin d'encourager les banques à charte à rechercher d'autres preneurs. Cette initiative n'eût guère de succès, ce qui conduisit la Banque, au début de 1953, à prendre un certain nombre de mesures importantes. Ces mesures visaient avant tout à élargir le marché des bons du Trésor et des autres effets à court terme en encourageant quelques gros négociants en valeurs mobilières à devenir des «agents agréés» du marché monétaire, c'est-à-dire à tenir un stock de titres et d'effets à court terme et à être toujours prêts à acheter ou à vendre. À cette fin, la fréquence des adjudications de bons du Trésor fut doublée, celles-ci devenant hebdomadaires; à l'émission de bons à trois mois s'en ajouta une à neuf mois, et l'encours fut porté graduellement en quelques mois de 450 millions à 650 millions de dollars*.

*The Government stopped issuing nine-month bills on a regular basis in 1955. For a description of the treasury bill auction and the development of the market after 1954 see: Government of Canada treasury bills, Bank of Canada Review, May 1972.

*Le gouvernement cessa en 1955 d'émettre des bons à neuf mois de façon régulière. Pour plus de détails sur l'adjudication des bons du Trésor et sur l'évolution du marché après 1954, voir: «Les bons du Trésor du gouvernement canadien», Revue de la Banque du Canada, mai 1972.

call loan market would develop and that the Bank would become a lender of last resort.

In a related move, the Bank also held discussions during 1953 with the chartered banks on the use of its discount facilities. Over the years, the banks had generally maintained cash reserves well above the required minimum and had only resorted to discounting at the Bank of Canada on rare occasions and for exceptional reasons; indeed, to do so was generally regarded as a sign of poor management. During these discussions the Bank endeavoured to define more precisely and to clarify the conditions under which the banks could borrow, and in general to encourage the banks to make more use of the discount facilities, not as a means of augmenting their cash reserves over the long run, but as an aid in the day-to-day management of their cash positions. Such a development was favoured by the Bank since it would not only lead to a closer relationship between Bank Rate and market rates but would add to the visibility of a money market through an increased responsiveness by the banks to changes in their liquidity.

It soon became apparent that the steps taken in early 1953 were not producing the intended results. The facilities offered by the Bank were proving more attractive than the call money arrangements with the chartered banks, and as a result the investment dealers that had been given PRA privileges were shifting their borrowing to the Bank of Canada. Despite the substantial increase in the amount of treasury bills outstanding, a non-bank market had not developed and the amount held by the general public at the end of the year was about the same as a year earlier. However the Bank of Canada's holdings of PRA had risen from nothing to between \$15 and \$25 million towards the end of 1953 and continued to rise to more than \$70 million in June 1954.

Towards the end of 1953, Bank of Canada officials held further discussions with leading members of the banking community on what steps might be taken to breathe life into the money market. In the Governor's view, as communicated in a letter to a prominent banker, there were advantages for the banks if a money market could be developed. What was required was a favourable environment and some additional technical arrangements. He pointed out that there should be at least several jobbing intermediaries who would deal actively and fairly continuously in treasury bills and short-term Government bonds and possibly other paper as well. He went on to note that the experience of recent years had led him to conclude that direct dealing between banks or a clearing of

Parallèlement la Banque s'engagea à mettre à la disposition des négociants en valeurs mobilières qui seraient disposés à remplir la fonction d'agent agréé un nouveau moyen de financer leur stock de fonds d'État à court terme, la prise en pension d'effets. Il s'agissait pour la Banque d'accorder aux négociants qui en feraient la demande des facilités de crédit, variables selon l'intéressé, au moyen de l'achat par la Banque de bons du Trésor ou d'obligations à court terme du gouvernement, qu'elle s'engageait à leur rendre à un cours fixé d'avance. Au début, ces négociants «agréés» bénéficièrent d'un taux moins élevé que celui des prêts bancaires à vue, mais la Banque espérait qu'un vrai marché des prêts à vue verrait le jour et qu'elle deviendrait un prêteur de dernier ressort.

Dans cet ordre d'idées la Banque engagea en 1953 des pourparlers avec les banques à charte afin qu'elles fissent plus largement appel à ses facilités d'escompte. Jusque-là les banques avaient en général maintenu leurs réserves-encaisse à un niveau bien supérieur au minimum requis et n'avaient eu recours aux opérations d'escompte auprès de la Banque du Canada qu'en de rares occasions et encore pour des raisons exceptionnelles; en fait, les demandes d'escompte tendaient à être considérées comme un signe de mauvaise gestion. La Banque s'efforça, au cours de ces entretiens, de préciser les conditions auxquelles seraient assujettis les emprunts des banques à charte et d'inciter celles-ci, d'une façon générale, à utiliser davantage ses facilités d'escompte en les considérant, non pas comme un moyen d'accroître leurs réserves-encaisse à la longue, mais plutôt comme un instrument de la gestion quotidienne de leur trésorerie. La Banque du Canada envisageait une telle évolution avec faveur; non seulement elle permettrait d'établir un lien plus étroit entre le taux d'escompte et les taux du marché, mais encore elle contribuerait à assurer la viabilité d'un marché monétaire en permettant aux banques de réagir avec plus de souplesse aux changements de leur situation de liquidité.

Cependant on ne tarda pas à se rendre compte que les mesures prises au début de 1953 ne produisaient pas les résultats espérés. Les nouvelles facilités offertes par la Banque se révélèrent plus attrayantes que les prêts à vue des banques à charte, de sorte que les négociants en valeurs mobilières qui s'étaient vu accorder le privilège des pensions se mirent à traiter de préférence avec la Banque du Canada. Si l'encours des bons du Trésor marqua une progression sensible, on n'assista pas à la création d'un marché parabancaire, et le volume des bons détenus par le public à la fin de l'année ne fut guère plus élevé qu'un an auparavant. Toutefois le nouveau portefeuille d'effets pris en pension par la Banque du Canada oscillait déjà entre 15 et 25 millions de

transactions by the central bank were not adequate substitutes for expert jobbers. The Bank had taken a number of steps to this end but this was not enough if a favourable environment for the jobbing function was to be established. At least some of the chartered banks must make apparent their interest in and support of the function. This would include a willingness on the part of each bank to respond promptly and consistently to variations in their liquidity. The Governor noted that there had been a growing tendency on the part of the banks to let their cash ratios fluctuate appreciably above or below the traditional 10 per cent level. He pointed out that jobbers cannot function effectively unless they have access to adequate credit facilities and that this could be best met through the development of a true call loan market. To pave the way the Bank had begun providing lines of credit to approved dealers which should only be used as a last resort. Lastly the Governor noted that certain service charges, in particular that for 'over-certification', were proving to be a deterrent.*

By June 1954 it was possible, with the co-operation of the banks, to take a further decisive step. The Bank of Canada had developed a group of approved dealers who were prepared to act as jobbers and the chartered banks agreed that they would provide day-to-day accommodation to these dealers, within the limits of their PRA arrangements with the Bank of Canada, on the pledge of the same type of securities that were eligible for PRA. The day-to-day loans would be highly liquid since a loan extended one day would be callable before noon the next day and the Bank of Canada stood ready, if necessary, to act as lender of last resort. The day loan market began with an agreed interest rate of 1½ per cent and thereafter the rate was determined competitively. At the same time, the chartered banks reduced their charges for over-certification. (They were completely eliminated for certain money market transactions in 1957). The Bank of Canada further encouraged the use of the day loan market by the banks for purposes of adjusting cash reserves by discontinuing the practice of paying by direct credit to reserve accounts for any securities sold to it by the banks. Instead it began routing payments through the clearing system with the effect that the cash was received at least two days after the date of sale; on the other hand if a bank called a day loan before noon, settlement was made the same day in clearing house funds with credit at the Bank of Canada the next day.

*Over-certification is the charge paid by a dealer for a 'daylight overdraft' used to finance the purchase of securities sold later the same day.

dollars vers la fin de 1953; il continua de s'accroître pour s'établir à plus de 70 millions de dollars en juin 1954.

Vers la fin de 1953, de hauts fonctionnaires de la Banque du Canada engagèrent de nouveau le dialogue avec des personnalités influentes des milieux bancaires en vue de déterminer quelles seraient les mesures susceptibles d'injecter du sang neuf dans le marché monétaire. Dans une lettre adressée à un banquier éminent, le Gouverneur se disait d'avis que la création d'un marché monétaire serait à l'avantage des banques. Tout ce qui manquait, c'était un climat favorable et quelques dispositions d'ordre technique. Le Gouverneur souligna qu'il fallait prévoir au moins un certain nombre de négociants agréés pour servir d'intermédiaires et effectuer de façon presque continue des opérations sur des bons du Trésor, sur des obligations à court terme du gouvernement et, éventuellement, sur d'autres effets. Suivant l'expérience de ces dernières années, ajoutait-il, laisser les banques traiter directement entre elles ou organiser sous l'égide de la banque centrale un système de compensation n'offrirait pas les mêmes avantages que de disposer d'un marché sur lequel pourraient opérer des négociants expérimentés. La Banque avait pris certaines mesures en conséquence, mais elles ne pouvaient suffire à créer un terrain où la fonction de négociant agréé pourrait prospérer. Il fallait au moins l'adhésion et le soutien manifestes de quelques banques. Par exemple, chacune d'elles devait être disposée à réagir rapidement et régulièrement aux variations de sa situation de liquidité. Le Gouverneur fit observer que les banques avaient de plus en plus tendance à laisser leur coefficient de réserves-encaisse osciller au-dessus ou au-dessous du taux traditionnel de 10%. Les négociants agréés, expliqua-t-il, ne peuvent œuvrer de façon efficace s'ils ne bénéficient pas de facilités de crédit appropriées, et la meilleure solution à ce problème réside dans la mise en place d'un véritable marché des prêts à vue. En guise de mesure préliminaire, la Banque avait commencé à ouvrir à l'intention des négociants agréés des lignes de crédit à n'utiliser qu'en dernier ressort. Enfin, le Gouverneur émettait l'avis que certains frais de service, notamment les commissions sur découverts momentanés, n'encourageaient pas à utiliser le système*.

En juin 1954, il fut possible, avec la collaboration des banques, de franchir une nouvelle étape décisive. La Banque du Canada s'était entendue avec un groupe de négociants disposés à remplir les fonctions d'agents agréés du marché monétaire, et les banques à charte convinrent d'octroyer à ces derniers, jusqu'à concurrence du plafond convenu en matière de pension avec

*La commission sur découverts momentanés est une commission payée par le négociant agréé pour un découvert de la journée employé à financer l'achat de titres vendus plus tard le même jour.

Immediately on commencement of the day loan market, PRA outstanding at the Bank of Canada fell to zero and during the remainder of the year the Bank's facilities were used only infrequently. Dealers were able to finance increased inventories of treasury bills and other short-term Government securities through day loans from the banks and began actively to seek customers. The amount of treasury bills outstanding was increased to \$780 million at the end of 1954 and the holdings of the general public, including money market jobbers, increased significantly to over \$200 million.

Meanwhile important changes were made in banking legislation in 1954 as part of the regular decennial revision of the Bank Act. The most significant in terms of the development of the day loan market was the change in the method of calculating the cash reserves of the chartered banks. At the time the Bank of Canada was established, the cash reserve requirement had been set at a minimum daily ratio of 5 per cent of Canadian dollar deposit liabilities. This was the ratio that had been suggested in the Macmillan Report and, though there was no specific reason for choosing this precise level, it had seemed advisable to establish a relatively low figure while the new system was evolving, particularly as the economy was at the time still recovering from the depression. In the event the ratio was not changed until the 1954 revision, though in practice the banks, because of daily fluctuations in their cash balances, worked to a ratio of 10 per cent. The new system, which came into effect 1 July 1954, required the banks to maintain minimum monthly average cash reserves of 8 per cent of the average amount of their Canadian dollar deposit liabilities.* Since the banks were able to run their cash reserves much closer to the required minimum under the new system and soon began to work to lower ratios, this change together with the development of the day loan market, which provided an alternative means for adjusting cash reserves, contributed to a more active bill market. For the Bank of Canada the adoption of the monthly average cash reserve ratio of 8 per cent provided a firmer fulcrum for its cash management policy.

*Canadian dollar statutory deposit liabilities were measured as the average of total deposit liabilities payable in Canadian currency at the close of business on the four consecutive Wednesdays ending with the last Wednesday but one of the preceding month. Cash reserves of the chartered banks continued to be defined as notes of, and deposits with, the Bank of Canada. Bank of Canada notes were measured on the same basis as statutory deposits, i.e. as an average of the note holdings at the close of business on the four consecutive Wednesdays ending with the last Wednesday but one of the preceding month. Deposits with the Bank of Canada were calculated as an average of each juridical day's deposits of the current month.

chacun d'eux par la Banque du Canada, des prêts au jour le jour sur nantissement de titres répondant aux critères exigés pour les prises en pension. Ces prêts au jour le jour seraient considérés comme des avoirs de première liquidité, puisque les banques pourraient en exiger le remboursement dès le lendemain avant midi. En outre la Banque du Canada était disposée à agir en cas de besoin comme prêteur de dernier ressort. Le marché du prêt au jour le jour commença à fonctionner avec un taux d'intérêt convenu de 1½%, qui allait par la suite évoluer selon les lois de la concurrence. Parallèlement, les banques à charte réduisirent les frais sur découverts momentanés. (Ces frais allaient être complètement abolis en ce qui concerne certaines opérations sur le marché monétaire, en 1957.) Pour inciter davantage les banques à recourir au marché des prêts au jour le jour lorsqu'elles devaient modifier le niveau de leurs réserves-encaisse, la Banque du Canada cessa de créditer directement le compte des banques qui lui vendaient des titres. Elle entreprit d'effectuer le paiement par voie de compensation, de sorte que le produit de la vente était encaissé avec un retard d'au moins deux jours; par contre, si une banque demandait le remboursement d'un prêt au jour le jour avant midi, le règlement s'effectuait le jour même au moyen de fonds de la chambre de compensation, de sorte que son compte à la Banque du Canada était crédité le jour suivant.

Dès que le marché des prêts au jour le jour commença à fonctionner, l'encours des pensions à la Banque du Canada tomba à zéro et, pendant tout le reste de l'année, les facilités de crédit offertes par la Banque ne furent que rarement mises à contribution. Les négociants en valeurs purent accroître leur portefeuille de bons du Trésor et d'autres titres à court terme du gouvernement à l'aide des prêts bancaires au jour le jour et se mirent en frais pour se constituer de nouveaux clients. L'encours des bons du Trésor fut porté à 780 millions de dollars à la fin de 1954 et les portefeuilles du public, y compris ceux des négociants agréés du marché monétaire, se gonflèrent considérablement pour s'établir à plus de 200 millions de dollars.

Entretiens, des modifications majeures avaient été apportées à la Loi sur les banques lors de la révision décennale de 1954. En ce qui concernait la création du marché des prêts au jour le jour, la modification la plus importante fut l'adoption d'une nouvelle méthode de calcul des réserves-encaisse des banques à charte. À l'époque de la création de la Banque, le coefficient des réserves-encaisse obligatoires avait été fixé à 5% du solde journalier du passif-dépôts en dollars canadiens. Ce coefficient avait été recommandé par le Rapport Macmillan et, quoiqu'il n'y eût aucune raison spéciale pour le fixer à ce niveau, il avait semblé souhaitable de s'en tenir pour commencer

In conjunction with the change in calculating cash reserves, the Bank of Canada Act was amended to give the central bank the authority to vary the minimum ratio between 8 per cent and 12 per cent, subject to a month's notice for any change and a limit of one per cent a month for any increase. In proposing this change, the Minister of Finance noted that it would bring the powers of the Bank more in line with those of central banks in other countries; he went on to suggest that it was not expected that it would be used frequently but that it should be available for special circumstances. The ratio was, in fact, never varied during the period the Bank had this power.*

In addition to the changes affecting reserve requirements, the 1954 Bank Act revision included a number of other significant changes. Earlier in the year the National Housing Act had been revised to provide for governmental mortgage insurance on loans by approved lenders. The chartered banks were included in the list of approved lenders and the Bank Act was amended to give the banks this power. Previously the banks had, with only a few exceptions, been prohibited from lending on the security of mortgages on real estate. The Bank Act was also changed to authorize the banks to take chattel mortgages in making personal loans.

The revisions of the Bank Act and the Bank of Canada Act involved hearings before the House of Commons Standing Committee on Banking and Commerce at which the Governor, Mr. Towers, appeared as a witness. This was one of the first occasions on which the Bank presented a comprehensive review and assessment of its performance and coming at the time it did, it was of particular interest. In his presentation, Mr. Towers described the factors influencing the Bank's policy during the period from 1946 to 1953 and clearly indicated that in his view, given the external environment, a more restrictive monetary policy would not have insulated Canada from the upward sweep of U.S. and world prices. At the end of his statement he referred to the various steps taken to facilitate and encourage the growth of a short-term money market and went on to note that while the development of an effective money market "might appear to be rather a technical matter, primarily affecting the banking system, it is in reality a matter of much wider importance. A broad and responsive market in Government of Canada securities, and

à un taux relativement bas, d'autant plus que l'économie était toujours aux prises avec les séquelles de la dépression. En tout état de cause, ce coefficient ne fut modifié qu'à l'occasion de la révision de 1954, mais en fait les banques avaient maintenu jusque-là, à cause des fluctuations journalières de leur encaisse, un coefficient de réserve d'environ 10%. Le système qui entra en vigueur le 1^{er} juillet 1954, institua un coefficient mensuel moyen de réserves-encaisse égal à 8% au moins de la moyenne des dépôts en dollars canadiens*. Le nouveau régime permettant aux banques de maintenir leurs réserves-encaisse à un niveau beaucoup plus proche du minimum requis, elles ne tardèrent pas à abaisser le niveau de ces réserves; ce changement d'attitude associé à l'implantation du marché des prêts au jour le jour, qui offrait un nouveau moyen d'ajuster le niveau des réserves-encaisse, contribua à l'essor du marché des bons. L'adoption de ce taux mensuel moyen de 8% en matière des réserves-encaisse accrut sensiblement l'efficacité de la politique de gestion des réserves-encaisse de la Banque du Canada.

Parallèlement au changement du mode de calcul des réserves-encaisse, une modification de la Loi sur la Banque du Canada habilita la banque centrale à faire varier le coefficient des réserves-encaisse entre 8% et 12%, sous réserve d'assortir toute modification d'un préavis d'un mois et de limiter toute augmentation à un pour cent par mois. Lorsque le ministre des Finances proposa cette modification, il fit remarquer que celle-ci doterait la Banque du Canada de pouvoirs semblables à ceux des banques centrales étrangères. Il n'était pas prévu, ajouta-t-il, que la Banque utiliserait fréquemment ces pouvoirs, mais elle devait pouvoir les invoquer dans des circonstances exceptionnelles. En fait, la Banque n'usa jamais de cette prérogative pendant tout le temps qu'elle lui fut accordée*.

En plus des modifications relatives aux réserves-encaisse, la révision de 1954 de la Loi sur les banques sanctionnait un certain nombre d'autres changements importants. Au cours de cette même année, la Loi nationale sur l'habitation avait été révisée afin de permettre la couverture par une assurance gouvernementale de prêts hypothécaires octroyés par des prêteurs agréés.

*On obtenait à cette époque le montant des dépôts en dollars canadiens sujets à réserves en faisant la moyenne des dépôts en dollars canadiens détenus à la clôture des opérations les quatre mercredis immédiatement antérieurs au dernier mercredi du mois précédent. Les composantes des réserves-encaisse des banques à charte restaient les mêmes: billets de la Banque du Canada et dépôts à la Banque du Canada. Le montant des billets détenus par les banques à charte était calculé suivant la même méthode que dans le cas des dépôts sujets à réserves, c'est-à-dire qu'on obtenait ce chiffre en faisant la moyenne des billets détenus à la clôture des opérations les quatre mercredis immédiatement antérieurs au dernier mercredi du mois précédent. Quant au total des dépôts à la Banque du Canada, il était donné par la moyenne des dépôts au cours des jours ouvrables du mois.

*La méthode actuelle de calcul des réserves-encaisse et des réserves secondaires est décrite dans la note explicative du tableau 9 du présent numéro de la Revue.

*The current requirements for cash and secondary reserves are described in the note to Table 9 in this issue of the Review.

the existence of the machinery which makes such a market possible, helps to develop a better market for other securities and to channel funds where they are most needed for the development of the country."

Monetary policy

By early 1952 the severe inflationary pressures generated by the Korean war had begun to abate and, though the economy continued to expand strongly through 1952, there was a pronounced moderation of the upward trend in prices. In May of that year, the direct restrictions on consumer credit and on bank credit adopted in 1950-51 were removed, leaving the conduct of monetary policy to normal central banking operations. As was pointed out earlier, this return to a reliance on traditional methods was one of the factors that prompted the changes introduced in 1953-54.

As it turned out the 1953-54 period was one of relative tranquillity on the economic front and this probably facilitated a smooth adjustment to the various changes. At the start of the period the Canadian economy was still showing a good deal of strength. However, the Korean war was tapering off; agreement on a truce was reached in June 1953. Partly reflecting this, the pace of activity in the United States had begun to slacken in the spring of 1953; during the next few quarters the U.S. economy turned down as defence spending was reduced and inventories, which had been rising rapidly, were cut back. The recession in the United States could not help but have an impact on Canada where similar influences were at work. However as the Canadian economy continued to draw support from a rapid rate of resource development and sustained world demand for many basic exports, the downturn here came later and was milder. Thus, although output and employment in a number of industries declined quite sharply, activity in other areas remained at a high level or expanded. By late 1954, recessionary influences had waned and economic activity in both Canada and the United States turned up, the pace of expansion gathering momentum through 1955.

Demand for bank credit remained strong through most of 1953 and the direction of monetary policy continued to be towards restraint until late in the year. Much of the increased demand for bank loans was related to inventory accumulation and to a lesser extent to the growth of consumer credit. At a meeting with the General Managers of the chartered banks in mid-1953, the Governor indicated some concern about the pace of expansion of bank loans and of holdings of non-government

Les banques à charte ayant été admises à figurer sur la liste des prêteurs agréés, la Loi sur les banques fut modifiée en conséquence. Auparavant, il avait été interdit aux banques, à quelques exceptions près, d'octroyer des prêts hypothécaires. À la même occasion, les banques obtinrent en outre le droit de consentir des prêts personnels garantis par une hypothèque mobilière.

Les révisions de la Loi sur les banques et de la Loi sur la Banque du Canada donnèrent lieu à des audiences devant le Comité permanent de la Chambre des Communes sur la Banque et le Commerce, audiences au cours desquelles le Gouverneur de la Banque, M. Towers, fut appelé à témoigner. C'était là une des premières — et, compte tenu du moment, une des plus belles — occasions qui furent données à la Banque de présenter un rapport complet et détaillé sur ses activités. Dans son exposé M. Towers décrivit les facteurs qui avaient exercé une influence déterminante sur la politique de la Banque dans la période de 1946 à 1953 et déclara qu'à son avis une politique monétaire plus restrictive n'aurait pas, dans le contexte international de l'époque, épargné au Canada la flambée des prix qu'avaient connue les États-Unis et les autres pays. Avant de terminer son exposé, M. Towers passa en revue les diverses mesures que la Banque avait prises pour favoriser et stimuler le développement d'un marché financier à court terme; bien que, poursuivit-il, le développement d'un marché monétaire efficace a pu paraître une question plutôt technique intéressant surtout le système bancaire, la question est réellement de beaucoup plus d'importance. Un marché large et actif de titres du gouvernement, ainsi que l'agencement qui rend ce marché possible, aideront à améliorer celui des autres valeurs et à canaliser les fonds là où ils sont le plus nécessaires au développement de notre pays.

La politique monétaire

Au début de 1952, les fortes pressions inflationnistes engendrées par la guerre de Corée avaient commencé de se relâcher et malgré l'expansion rapide enregistrée tout au cours de l'année, la tendance à la hausse des prix s'atténua considérablement. En mai de cette année, les restrictions apportées en 1950-1951 au crédit à la consommation et au crédit bancaire furent abolies, de sorte que les opérations normales de banque centrale devinrent les seuls instruments de la politique monétaire. Comme nous l'avons dit précédemment, ce retour aux méthodes traditionnelles précipita, entre autres causes, les changements adoptés pendant la période 1953-1954.

Les années 1953-1954 se sont révélées une période de relative stabilité économique, ce qui a sans doute facilité une adaptation sans heurts aux change-

securities as well as a tendency by the banks to let their cash reserves fluctuate below traditional levels. He intimated that they should not let their cash ratios fall much below 10 per cent at any time nor should they let them remain below 10 per cent for more than a short period. However, with growth in the U.S. economy already slowing and a revision of the Bank Act on the horizon, no other steps were taken.

The situation began to change in the latter part of 1953, as it became evident that a moderate downturn in economic activity was in progress. Demand for bank credit slackened and yields on Government of Canada bonds began to move down, following with some lag the trend of U.S. interest rates. The decline in interest rates in late 1953 and early 1954 was not resisted by the Bank of Canada and in the latter half of 1954 the Bank only partially offset the increase in excess cash accruing to the banks from downward adjustments in their cash reserve ratios following the Bank Act revision. Demand for loans levelled off and the banks, in order to make use of their excess cash reserves, added substantially to their holdings of treasury bills and other Government bonds. There was a further decline in short-term interest rates and in February 1955 the Bank Rate, which had been increased to 2 per cent in February 1950, was lowered to 1½ per cent. Although the economy had begun to recover from the mild recession by the winter of 1954-55, unemployment remained relatively high and it was not until the following summer, as the expansion quickened, that the Bank of Canada began to shift away from a policy of ease.

This series ends at a time when the Canadian economy was in the early stages of a boom that was soon to bring concern about developing pressure on resources and the emergence of inflationary strains. There had thus been an almost complete swing of the pendulum since the launching of the Bank two decades earlier. Where the main concern at that time had been that the economy was not responding to stimulus, by the 1950s it was beginning to be realized that the bias now was much more the other way. Two decades earlier the problems had centred around establishing a new institution and gaining experience with only limited tools at the disposal of the central bank but with the direction of policy relatively clear-cut. As the Bank entered its third decade, it was firmly established and much better equipped with the tools needed to perform its functions but it was now operating in a much more highly developed economy and facing much more complex problems.

Mr. Towers, who had been appointed in 1934 to head the new institu-

ments apportés. L'économie canadienne continuait de faire preuve de beaucoup de dynamisme au début de cette période; toutefois la guerre de Corée touchait à sa fin et un armistice fut conclu en juin 1953. En raison notamment de l'arrêt des hostilités, l'activité économique commença de ralentir aux États-Unis vers le printemps de 1953; au cours des quelques trimestres qui suivirent, la réduction du budget de la défense et le fléchissement du niveau des stocks — dont la progression avait été considérable jusque-là — s'accompagnèrent d'une récession dans ce pays. Ce phénomène ne pouvait manquer d'avoir des répercussions sur l'économie canadienne, soumise aux mêmes influences que l'économie américaine. Toutefois, grâce à l'exploitation intensive des ressources naturelles et à la forte demande mondiale d'un grand nombre de produits de base canadiens, cette baisse de l'activité fut plus tardive dans notre pays et nous affecta dans une moindre mesure. Ainsi, en dépit de la baisse sensible de la production et de l'emploi observée dans un certain nombre de secteurs, l'activité resta élevée dans bien des domaines et progressa dans d'autres. Fin 1954, la récession était terminée; l'activité économique se redressa tant au Canada qu'aux États-Unis pour acquérir un rythme d'expansion qu'elle conserverait tout au long de l'année 1955.

La demande de crédit bancaire demeura forte pendant la plus grande partie de l'année 1953 et la politique monétaire de la Banque du Canada garda son orientation restrictive presque jusque vers la fin de l'année. L'augmentation de la demande de crédit bancaire était liée en grande partie à l'accroissement des stocks et dans une moindre mesure à la progression des prêts à la consommation. Lors d'une réunion avec les directeurs généraux des banques à charte, vers le milieu de 1953, le Gouverneur exprimait une certaine inquiétude devant le rythme d'expansion des prêts bancaires et des portefeuilles de titres autres que ceux du gouvernement et devant la tendance des banques à laisser leurs réserves-encaisse fluctuer au-dessous des niveaux traditionnels. Il recommanda aux banques de ne jamais laisser leurs réserves-encaisse descendre trop bas par rapport au taux de 10%, et de les ramener rapidement à ce niveau. Mais, vu que la croissance économique marquait déjà un ralentissement aux États-Unis et que la Loi sur les banques allait être révisée, on n'adopta alors aucune autre mesure.

La situation commença à évoluer au cours du second semestre de 1953, des signes d'un ralentissement modéré de l'activité économique se faisant sentir. La demande de crédit bancaire s'atténua et le rendement des obligations du gouvernement du Canada s'inscrivit à la baisse, suivant ainsi avec un certain retard la tendance enregistrée par les taux d'intérêt aux États-Unis. La Banque du Canada n'opposa pas de résistance à la baisse du loyer de l'argent

tion, retired at the end of 1954. His successor as Governor was James E. Coyne. Mr. Coyne had been Deputy Governor since the resignation of Donald Gordon in 1949. His successor as Senior Deputy Governor was J. R. Beattie, formerly Executive Assistant to the Governors.

In concluding this series on the early history of the Bank of Canada, it is appropriate that tribute should be paid to Graham Towers, whose tenure of office spanned the whole of the interval covered by these articles. One of Canada's outstanding public servants, Mr. Towers died in December 1975 at the age of 78.

At the time of his retirement at the end of 1954, Mr. Towers had served as Governor for over twenty years. Few other heads of central banks have served as long, and then only after the institutions they headed were well established. Mr. Towers took over an institution that existed mainly on paper and, though the duties of the new central bank were described in general terms in the Bank of Canada Act and certain powers were conferred on it, this provided no more than a very broad outline of what its functions should be. Mr. Towers had performed not only to bring the Bank into being but to establish it as an integral part of the financial community. Under his leadership the Bank developed into an institution capable of meeting the difficult and challenging problems of a period during which external developments had a profound impact on the Canadian economy. In the circumstances his role as Governor, and that of the Bank, was much broader than it would have been under more normal conditions and his achievements all the greater. He was responsible for organizing the Foreign Exchange Control Board and served as Chairman throughout its existence; as the war progressed he became increasingly involved in the various steps taken to channel savings into the war effort, becoming Chairman of the National War Finance Committee in 1943. He was involved in planning for the postwar period, playing a major role in the successful establishment of the Industrial Development Bank of which he was President for about a decade. As has been discussed in this article, it was under Mr. Towers' leadership that the Bank in the early 1950s initiated measures to encourage the growth of a money market, a step that had not been practicable earlier but which was extremely important if the Bank was to be in a position to discharge its functions with the return of more normal conditions. In accepting his resignation, the Board of Directors of the Bank paid tribute to Mr. Towers in part as follows: "in his farsighted direction

enregistrée à la fin de 1953 et au début de 1954 et se contenta de prendre, au cours du second semestre de 1954, des mesures destinées à compenser partiellement l'accroissement des fonds mis à la disposition des banques par suite de l'ajustement à la baisse dont le taux des réserves-encaisse fut l'objet lors de la révision de la Loi sur les banques. Les demandes de prêts plafonnèrent et les banques, désireuses de tirer parti de leurs liquidités excédentaires augmentèrent considérablement leurs avoirs en bons du trésor et en autres titres du gouvernement. La baisse des taux d'intérêt à court terme se poursuivit et, en février 1955, le taux d'escompte de la Banque du Canada qui avait été porté à 2% en février 1950 fut ramené à 1½%. Bien qu'à l'hiver 1954-1955 l'économie canadienne eût commencé à se remettre de la légère récession qu'elle venait de connaître, le taux de chômage demeura relativement élevé et il fallut attendre l'été et l'accélération de l'essor économique pour voir la Banque annoncer une politique moins expansionniste.

Au terme de la période à laquelle a été consacrée cette série d'articles, l'économie canadienne amorça une expansion qui devait susciter bientôt des préoccupations au sujet de l'accroissement des pressions sur les richesses naturelles et de l'apparition de tensions inflationnistes. Ainsi, au cours des vingt années qui ont suivi la fondation de la Banque du Canada, le balancier était presque passé d'une extrémité à l'autre. Si la principale cause de souci avait été jusque-là le manque de réaction de l'économie aux mesures incitatives, au cours des années cinquante, par contre, on commença à se rendre compte que la situation avait considérablement changé. Vingt ans plus tôt, il s'agissait surtout de créer un organisme nouveau, de lui assigner une politique assez clairement définie et de voir ce qu'il adviendrait de l'expérience, compte tenu des moyens limités mis à la disposition de cet organisme. À l'aube de sa troisième décennie, la Banque du Canada était solidement implantée et sensiblement mieux équipée, mais l'économie était à un stade bien plus avancé et les problèmes affrontés étaient infiniment plus complexes.

M. Towers, qui avait été placé à la tête du nouvel organisme en 1934, prit sa retraite à la fin de 1954. Il fut remplacé par M. James E. Coyne qui, depuis la démission de M. Donald Gordon en 1949, occupait le poste de Sous-Gouverneur. M. J. R. Beattie, précédemment Adjoint exécutif des Gouverneurs, devint alors Premier Sous-Gouverneur.

Au terme de cette série d'articles sur les débuts de la Banque du Canada, il convient de rendre hommage à Graham Towers, qui en fut le Gouverneur pendant toute la période étudiée. Ce grand commis de l'État est décédé en décembre 1975, à l'âge de 78 ans.

of the central bank's operations through the first twenty years of its existence, he made a unique contribution to the strength of Canada's financial structure and to the development of the entire Canadian economy." In founding the Bank and guiding its direction for such a lengthy period, Mr. Towers inevitably left an indelible imprint on the Bank which, though it may not be apparent to new members of the staff, is still there.

Lorsqu'il prit sa retraite, à la fin de 1954, M. Towers comptait 20 années de service comme Gouverneur de la Banque du Canada. Peu d'autres chefs de banque centrale ont eu une carrière aussi longue, et l'organisme à la tête duquel ces hommes étaient placés avait les pieds solides. M. Graham Towers prenait la direction d'un corps de l'État qui existait principalement sur le papier et, bien que la Loi sur la Banque du Canada eût défini les tâches de la nouvelle banque centrale dans leurs grandes lignes et lui eût accordé certains pouvoirs, ce qu'on attendait en fait de la Banque n'était esquissé qu'assez sommairement. Il incombait à M. Towers, non seulement de guider les premiers pas de la nouvelle institution, mais encore de l'intégrer au monde de la finance. Sous sa direction, la Banque du Canada se transforma en un organisme en mesure de faire face aux problèmes difficiles et complexes d'une époque où le milieu extérieur influençait fortement l'économie canadienne. En l'occurrence, son rôle de Gouverneur, tout comme la mission de la Banque elle-même d'ailleurs, s'est révélé bien plus lourd qu'il ne l'eût été en des circonstances plus normales et ses réalisations en paraissent d'autant plus éminentes. Il se vit confier la mise en place de la Commission de contrôle du change étranger, dont il assumait la présidence jusqu'à sa dissolution; la guerre se poursuivant, il s'occupait de plus en plus activement des mesures destinées à canaliser l'épargne vers l'effort de guerre et fut nommé président du Comité national des finances de guerre en 1943. Il participa également à la planification économique de l'après-guerre et joua un rôle de premier plan dans la création de la Banque d'expansion industrielle, qu'il présida pendant une dizaine d'années. Comme il a été dit plus haut, c'est sous la direction de Graham Towers que furent prises au début des années cinquante les mesures destinées à favoriser le développement d'un marché monétaire, initiative qu'il n'eût pas été possible d'entreprendre plus tôt, mais qui était pratiquement indispensable si l'on voulait permettre à la Banque de remplir ses fonctions après le retour à la normale des conditions économiques. Lorsqu'il accepta la démission de M. Towers en 1954, le Conseil d'Administration de la Banque tint à lui rendre un chaleureux hommage, dont voici un extrait: «par la clairvoyance dont il a fait preuve au cours des vingt ans où il a guidé les premiers pas de la banque centrale, il a contribué de façon exceptionnelle au renforcement de la structure financière du Canada et au développement de toute l'économie de notre pays.» Ayant fondé la Banque du Canada et veillé sur ses destinées pendant une aussi longue période, il était inévitable que M. Towers eût marqué cette institution d'une empreinte indélébile qui, si elle n'est peut-être pas toujours visible pour le nouveau personnel de la Banque, n'en reste pas moins incontestable jusqu'à ce jour.

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 5 January 1976

The Bank of Canada, in releasing the latest *Weekly Financial Statistics*, noted that changes since mid-October in chartered bank assets and liabilities and in money supply statistics must be interpreted with care because of distortions in them caused by the recent postal strike. During the period of interrupted mail service, normal payments patterns were much disturbed. The timing of many payments was delayed and money accumulated temporarily in demand deposit accounts, whereas those who failed to receive normal payments drew on bank loans and on funds held in liquid forms, including term and notice deposits, to finance their operations. One consequence was a temporary ballooning of the public's holdings of currency and demand deposits, which rose very sharply from late October to early December. Since the restoration of mail service there has been some correction in the trend of currency and demand deposits if allowance is made for normal seasonal influences, but it is difficult to tell how much more correction is yet to come. The assessment of the situation is complicated by the strength of seasonal influences in December and the situation is complicated by the special problems banks have in obtaining complete reporting January and by the Christmas holiday period. It is thus not yet possible to determine how much of the excessively rapid increase in these money supply figures since the latter part of October was due to the interruption of mail, and was therefore of a temporary character, and how much was due to other factors. A further period of some weeks may be required before it will be possible to judge with assurance whether or not the underlying trend of the money supply was stronger than is compatible with the Bank of Canada's objectives.

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 5 janvier 1976

Lors de la publication de ses derniers *Bulletins hebdomadaires de statistiques financières*, la Banque du Canada a observé qu'il fallait interpréter avec grand soin les modifications survenues depuis la mi-octobre dans les données relatives aux postes de l'actif et du passif des banques ainsi que dans les statistiques concernant la masse monétaire, vu que ces chiffres présentent des distorsions provoquées par la récente grève des services postaux. En effet, les flux habituels des paiements ont été fortement perturbés pendant l'interruption du service postal. D'une part, nombre de paiements ont été retardés et il y a eu une accumulation temporaire de fonds dans des comptes de dépôts à vue; d'autre part, des bénéficiaires de paiements en souffrance ont utilisé des prêts bancaires et des fonds liquides, entre autres des dépôts à terme ou à préavis, pour assurer le financement de leurs opérations. Cet état de choses s'est traduit notamment par un gonflement temporaire de la monnaie et des dépôts à vue du public, agrégat qui a accusé une très vive hausse depuis les dernières semaines d'octobre jusqu'au début de décembre. Depuis la reprise des activités aux Postes, la tendance de la monnaie et des dépôts à vue du public s'est quelque peu corrigée, compte tenu des influences saisonnières, mais il est difficile de prévoir dans quelle mesure la situation continuera de se rectifier. La vigueur des influences saisonnières enregistrées en décembre et en janvier, ainsi que les difficultés particulières qu'éprouvent pendant la période des fêtes les banques à obtenir rapidement les données relatives à leurs successales viennent encore compliquer toute estimation précise de la situation. Aussi est-il pour le moment impossible de déterminer dans quelle mesure la progression excessivement rapide depuis la deuxième quinzaine d'octobre de ces chiffres relatifs à la masse monétaire est attribuable à l'interruption du courrier, est par conséquent de nature temporaire, et dans quelle mesure elle est imputable à d'autres facteurs. Il faudra probablement encore quelques semaines avant qu'il soit possible de juger avec certitude si la tendance fondamentale de la masse monétaire a effectivement marqué plus de fermeté que ne l'envisagent les objectifs de la Banque du Canada ou non.

Economic developments abroad

Real output in the seven major industrial countries combined declined at an annual rate of 5 per cent in the first half of 1975. The downturn in economic activity began earlier and was more pronounced in the United States and Japan, but by late 1974 output in all of the seven major countries was declining and the recession had spread to the smaller OECD countries. Although labour markets weakened significantly during 1974, it was not until late in the year that unemployment rates began to rise steeply. By the second quarter of 1975, the recorded level of unemployment in the seven major countries had risen to almost twice that of the fourth quarter of 1973.

All major components of private demand contributed to the downturn in activity. Real personal consumption weakened at an early stage and remained a sluggish element in demand in all countries. Consumer con-

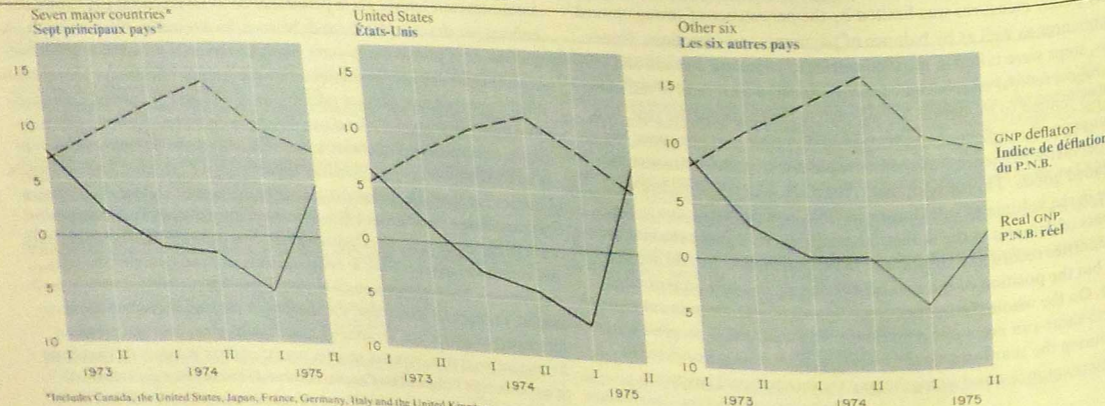
Évolution économique à l'étranger

En termes réels, la production de l'ensemble des sept principaux pays industrialisés a fléchi à un taux annuel de 5% au premier semestre de 1975. La régression de l'activité économique a commencé plus tôt et a été plus marquée aux États-Unis et au Japon mais, vers la fin de 1974, la production allait s'affaiblissant dans tous les sept pays et la récession s'était étendue aux plus petits pays membres de l'O.C.D.E. Si les marchés du travail ont considérablement perdu de leur vigueur en 1974, ce n'est que tard dans l'année que le chômage a commencé à monter en flèche. Au second trimestre de 1975, le taux de chômage enregistré dans les sept grands pays avait atteint presque le double du chiffre relevé au quatrième trimestre de 1973.

Toutes les composantes importantes de la demande du secteur privé ont contribué au ralentissement économique. La consommation réelle des ménages a régressé très tôt et est demeurée un élément peu dynamique de la

Chart I Output and prices
Graphique I Production et prix

Percentage change from previous half year, seasonally adjusted at annual rates
Variations en %, par rapport au semestre antérieur; données désaisonnalisées, taux annuels



*Includes Canada, the United States, Japan, France, Germany, Italy and the United Kingdom.

Note: Data for 1975 are based on OECD estimates modified in some instances to take account of more recent information.

*Canada, États-Unis, Japon, France, Allemagne, Italie et Royaume-Uni.

Nota: Les statistiques de 1975 ont été obtenues à partir d'estimations de l'O.C.D.E. qui ont été modifiées dans certains cas pour tenir compte de données plus récentes.

confidence was seriously affected by the impact of continued inflation on disposable income and by rising levels of unemployment. The uncertainty of consumers led to a sharp increase in savings. This contrasts with the experience in previous cyclical downturns when personal savings rates typically declined. At the same time real business fixed investments in the seven major countries as a group fell off: continuing cost pressures and a squeeze on corporate liquidity together with declining output and the emergence of spare capacity contributed to this curtailment. The decline accelerated during the first half of 1975 as operating ratios fell to lower levels and business confidence weakened further. Outlays on residential construction generally followed a similar pattern. Through much of 1974 a continued accumulation of business inventories, increasingly of an involuntary nature, had helped to sustain activity. However, with demand falling more sharply than expected, a downward adjustment of inventories began in some countries in late 1974. This liquidation became much more pronounced in the first half of 1975 and was a major factor in the drop in output in all seven countries. The adjustment of inventories contributed to the cyclical decline in the volume of imports. Although the volume of exports also declined, the drop was generally not as sharp and with the exception of Germany and Canada, the seven major countries all experienced either a marked reduction in their real trade deficit or a swing to surplus.

The decline in economic activity in the seven major countries as a group levelled off around mid-year and in the second half of the year real output is estimated to have increased at an annual rate of just under 5 per cent. Industrial production in both the United States and Japan turned up in the second quarter of the year. The U.S. economy recorded a marginal gain in real GNP in that quarter and this was followed by a sharp increase in the third quarter. Although the rate of growth was more moderate in the fourth quarter, the U.S. economy has so far followed a fairly normal recovery path. Much of the strength in the second half of the year came from increased personal consumption, partly boosted by income tax reductions, and from a tapering off in inventory liquidation. However the rate of unemployment, though down slightly from its second quarter peak, remained high. In Japan, the recovery did not gain the same momentum and was modest in comparison with previous cyclical upturns. Demand management policies in that country remained relatively cautious until the latter part of the year, reflecting the overriding concern with achieving a marked improvement in price and cost performance.

demande dans tous les pays. La confiance du consommateur a été gravement ébranlée par l'incidence sur le revenu disponible d'une inflation continuelle et par l'accroissement du chômage. Cette incertitude au niveau de la consommation s'est traduite par une vive progression de l'épargne, tandis que lors des baisses cycliques antérieures le rythme de l'épargne des ménages avait généralement baissé. Parallèlement, les investissements fixes à prix constants des entreprises ont fléchi dans l'ensemble des sept grands pays industrialisés en raison notamment de la persistance de la pression des coûts et d'un resserrement de la liquidité des sociétés d'une part, d'une réduction de la production et de l'apparition de marges de capacité inutilisées d'autre part. Ce fléchissement s'est accéléré au premier semestre de 1975 du fait que les taux de marche continuèrent de baisser et que la confiance des hommes d'affaires ne cessa de s'affaiblir. Les dépenses du secteur de la construction résidentielle ont eu une évolution généralement semblable. Durant une grande partie de l'année 1974 la persistance de l'accumulation de stocks, de moins en moins délibérée d'ailleurs, a contribué à soutenir l'activité. Toutefois, la chute plus forte que prévue de la demande a entraîné un ajustement à la baisse des stocks dans un certain nombre de pays au cours des derniers mois de 1974. Cette liquidation a pris bien plus d'ampleur au premier semestre de 1975 et a été un élément déterminant de la chute de la production dans les sept pays. L'ajustement des stocks a contribué à la baisse cyclique du volume des importations. Bien que le volume des exportations ait également régressé, en général la baisse n'a pas été aussi forte et, à l'exception de l'Allemagne et du Canada, les sept pays ont vu le déficit en termes réels de leur balance commerciale se résorber sensiblement ou se muer en un excédent.

Le ralentissement de l'activité économique de l'ensemble des sept pays a pris fin vers le milieu de l'année et, au second semestre, la production à prix constants se serait accrue à un taux annuel légèrement inférieur à 5%. La production industrielle aux États-Unis et au Japon a repris de la vigueur au second trimestre de l'année. Le P.N.B. réel des États-Unis a enregistré au cours de ce trimestre une très légère progression, suivie au troisième trimestre par une vive avance. Bien que son rythme de croissance se soit modéré au quatrième trimestre, l'économie américaine suit jusqu'à présent, semble-t-il, un cours assez normal pour une reprise. La relance du second semestre est attribuable en grande partie à un accroissement de la consommation des ménages, elle-même favorisée notamment par un train de mesures de réduction de l'impôt sur le revenu, ainsi que par la disparition graduelle de la liquidation des stocks. Toutefois, le taux de chômage, bien que légèrement inférieur au sommet atteint au deuxième trimestre, est demeuré élevé. Au Japon,

Table I
Tableau IGrowth of real GNP/GDP in seven major countries
Taux de croissance du P.N.B./P.I.B. réel dans les sept pays principaux

6

	Percentage changes, seasonally adjusted at annual rates Taux annuels de variation, données désaisonnalisées						
	From previous year Par rapport à l'année antérieure			From previous half-year Par rapport au semestre précédent			
	1973	1974	1975	1974	1975		
	1973	1974	1975	I	II	II	
Canada	6.9	2.8	-1/4-0	3.1	-0.5	-2.0	3-4
United States	5.3	-1.8	-2.0	-2.5	-4.0	-5.9	7.9
Japan	10.0	-1.8	1/4	-5.6	3.1	-0.2	2 3/4
Germany*	5.1	0.4	-3.6	1.3	-2.3	-7.6	3.3
France*	6.0	3.9	-2	5.2	-0.1	-5.0	2 1/2
United Kingdom*	5.3	0.1	-2 1/4	-2.1	5.6	-5.0	-3 3/4
Italy*	5.9	3.2	-4 1/2	4.8	-6.7	-5.8	3/4
Total of above countries†	6.1	-0.4	-1.8	-1.1	-1.7	-5.0	4.7

*GDP

†1974 weights and exchange rates

Source: OECD Economic Outlook, December 1975. Estimates for 1975 have been modified in some instances to take account of more recent information.

*P.I.B.

†Pondération et taux de base de 1974

Source: Perspectives économiques de l'O.C.D.E. Décembre 1975. Les statistiques de 1975 ont été modifiées dans certains cas pour tenir compte de données plus récentes.

Economic activity stabilized in Europe during the summer and there was a fairly pronounced recovery in Germany. In that country both foreign and domestic demand strengthened in the second half of the year and industrial output increased. Business investment turned up in response to fiscal incentives while a strengthening of consumer confidence brought an increase in spending and some decline in the personal savings rate. There also appears to have been some strengthening of consumer demand in France during the last half of the year but in Italy and the United Kingdom domestic demand generally remained weak. Short-time work remained widespread in the major European countries and there was a further increase in recorded unemployment in the second half of the year.

During 1975 the rapid pace of inflation that had characterized the previous year showed a significant moderation in most industrial countries. Much of this improvement was due to an easing of world commodity prices and in particular the relative stability of oil prices. However, the downward adjustment in commodity prices was less than might have been expected in view of the sluggishness of demand. In part this reflected the impact of unfavourable crop developments on the prices of a number of basic foodstuffs and a continuing relatively tight supply situation in grains. But prices of industrial materials also showed a surprising degree of firmness. Although prices of some internationally traded

la reprise n'a pas atteint un rythme aussi accéléré et s'est révélée modeste comparativement aux précédentes hausses cycliques. Dans l'application des politiques de gestion de la demande, ce pays a fait preuve d'une certaine prudence jusqu'au second semestre, se préoccupant avant tout d'améliorer nettement la tenue des prix et des coûts.

L'activité économique s'est stabilisée en Europe durant l'été et la reprise a même été assez marquée en Allemagne. Ce pays a bénéficié au deuxième semestre de l'année d'un renforcement de la demande intérieure et de la demande de produits d'exportation, et la production industrielle y a progressé. Parallèlement, les investissements des entreprises y ont accusé un redressement imputable à des stimulants fiscaux, et le regain de confiance manifesté par les consommateurs s'est traduit par une augmentation des dépenses et par une légère baisse du taux d'épargne des ménages. Au deuxième semestre, la demande de biens de consommation semble s'être quelque peu raffermie en France, alors qu'en Italie et au Royaume-Uni la demande intérieure est restée généralement faible. La semaine de travail réduite est demeurée monnaie courante dans les principaux pays européens, et le taux de chômage enregistré s'est de nouveau accru au second semestre.

Le rythme rapide de l'inflation, qui avait caractérisé l'année 1974, s'est sensiblement ralenti en 1975 dans la plupart des pays industrialisés. Cette amélioration est due pour une bonne part à une détente sur les marchés internationaux de matières premières et, en particulier, à la stabilité relative

Table II
Tableau IITrends in consumer prices: Seven major countries
Évolution des prix à la consommation: Sept principaux pays

7

	Percentage changes, twelve months ending Variations en % sur douze mois					
	Average 1962-1972	December 1972	December 1973	December 1974	June 1975	December 1975
	Moynne 1962-1972	Décembre 1972	Décembre 1973	Décembre 1974	Juin 1975	Décembre 1975
	1962-1972	1972	1973	1974	1975	1975
Canada	3.3	5.1	9.1	12.5	10.3	9.5
United States	3.3	3.4	8.8	12.2	9.3	7.0
Japan	5.7	5.3	19.1	21.9	13.4	7.5
Germany*	3.2	6.4	7.9	5.9	6.4	5.4
France	4.4	6.9	8.5	15.2	11.7	9.6
United Kingdom	4.9	7.7	10.6	19.2	26.1	24.9
Italy	4.3	7.5	12.3	25.3	19.2	11.2
Total of above countries*	3.9	4.9	10.5	14.2	11.3	8.5

*1974 GNP/GDP weights and exchange rates.

*Pondération par le P.N.B./P.I.B. et taux de change de 1974.

materials declined sharply, there was a tendency on the part of producers to cut back production and add to stocks in order to maintain prices.

While the marked slackening of the rise in both import and export prices was an important factor in the improved price performance of most industrial countries in 1975, further abatement of inflation will depend crucially on the behaviour of domestic costs, particularly wage costs. In this area significant differences were apparent among individual countries. The performance of the United States continued to compare favourably with that of most other countries and in Germany there was a significant moderation of wage increases during 1975. Particularly striking was the marked slowing in wage increases in Japan, which had experienced a sharp acceleration in wage costs in the previous year. In other countries, where inflationary expectations were more firmly entrenched, the rate of increase in wage costs showed little abatement. In all countries a deterioration in productivity combined with higher wage costs contributed to a further rise in unit labour costs over the year as a whole. However in those countries where there was an easing of upward pressures on wage costs during the year together with a cyclical improvement in productivity, the rise in unit labour costs had slowed significantly by the end of the year.

Although rates of inflation decelerated in most countries, they remained higher than in previous periods of cyclical weakness. In the seven major countries combined, consumer prices rose by 8 1/2 per cent over the twelve months to December 1975 compared with an increase of 14 per cent during 1974. The improvement was particularly striking in Japan where the rate of inflation dropped from over 20 per cent during 1974

du prix du pétrole. Cependant, cette modération du cours des matières premières a été moindre que n'aurait pu le laisser prévoir la mollesse de la demande. Le phénomène est pour partie attribuable à l'incidence de mauvaises récoltes sur le prix d'un certain nombre de denrées alimentaires de base et à la persistance de la pauvreté relative de l'approvisionnement en grains. Toutefois, le prix des matières premières industrielles a lui aussi fait preuve d'une fermeté surprenante. Si le cours de certains produits faisant l'objet d'échanges internationaux a vivement fléchi, il semble pourtant que les producteurs ont eu tendance à réduire la production et à gonfler leurs stocks pour assurer la stabilité des prix.

Si l'atténuation marquée de la hausse des prix à l'importation et à l'exportation a fortement contribué à l'amélioration de la tenue des prix enregistrée en 1975 dans la plupart des pays industrialisés, il est clair qu'un nouveau ralentissement du rythme d'inflation dépendra en tout premier lieu du comportement des prix intérieurs et en particulier de l'évolution des salaires. Dans ce domaine, la situation varie considérablement dans les divers pays. Ainsi, les résultats obtenus aux États-Unis continuent de se comparer favorablement à ceux de la plupart des autres pays, et en Allemagne la progression des salaires s'est sensiblement atténuée en 1975. Le ralentissement marqué des augmentations de salaires a été un phénomène particulièrement frappant au Japon, après la forte accélération enregistrée l'année précédente. Dans d'autres pays où les anticipations inflationnistes étaient plus fermement enracinées, le rythme d'augmentation des salaires n'a guère ralenti. Dans tous les pays une détérioration de la productivité, conjuguée à une hausse du coût des salaires, a contribué à une nouvelle hausse des coûts unitaires de main-d'œuvre sur l'ensemble de l'année. Cependant, dans les pays où un

to 7½ per cent over the following twelve months and in Italy where the rise in prices slowed to 11 per cent, less than half the rate of the previous year. There was also a significant improvement in the United States and France, while the rate of inflation in Germany remained in the region of 5-6 per cent. The major exception was the United Kingdom: a sharp upsurge in labour costs contributed to a further acceleration of inflation in 1975 and, although recently there has been an easing of wage and cost pressures, the rate of inflation still remains very high. Canada's price performance also improved, though not nearly to the same extent as that of the United States.

The formulation of economic and financial policies in 1975 reflected a growing concern both over the low level of economic activity and the apparent weakness of autonomous forces of recovery. All countries faced sharply higher levels of unemployment, but the scope for stimulative policy measures was much more limited in those countries that were continuing to experience strong cost and price pressures combined with weak balance of payments positions. In Germany and the United States, the authorities began to move to an easier monetary policy in late 1974; this was followed in early 1975 by some easing of credit conditions in most other countries and interest rates declined considerably through the year.

While the stance of monetary policy in the industrial countries was generally directed towards encouraging a recovery in activity, monetary authorities have been conscious of the need to bring about a further abatement of inflation. Although there were other factors, the inflationary boom of 1972-73 was intensified by the highly expansionary monetary policy that had been followed by most of the major countries in the early 1970s in an effort to encourage a recovery in activity after a period of slowdown. This experience has led monetary authorities to focus increasingly on the behaviour of monetary aggregates, and in a few countries, notably the United States and Germany, targets for monetary growth have been published.

The easing of credit conditions was accompanied by expansionary fiscal measures. By the early part of 1975 the United States and Germany had in place policies designed to stimulate personal consumption and business investment. In a number of other countries, more selective measures were introduced during the first half of the year. With output declining more than expected and unemployment rising rapidly, France, Italy and Germany took additional stimulative action in the early autumn

relâchement des pressions à la hausse sur les salaires a coïncidé avec une amélioration cyclique de la productivité, l'accroissement des coûts de main-d'œuvre par unité produite s'est sensiblement ralenti à la fin de l'année.

Si les taux d'inflation ont diminué dans la plupart des pays, ils n'en sont pas moins restés plus élevés que les taux atteints au cours des périodes précédentes de ralentissement cyclique. Pour l'ensemble des sept principaux pays, les prix à la consommation ont accusé une hausse de 8 ½% au cours de la période de douze mois se terminant en décembre 1975, contre 14% en 1974. L'amélioration a été particulièrement frappante au Japon, où le taux d'inflation, qui était de plus de 20% en 1974, est tombé à 7 ½% pour l'année suivante, et en Italie, où la hausse des prix a diminué de plus de moitié en 1975 pour s'établir à 11%. L'amélioration a également été sensible aux États-Unis et en France, tandis qu'en Allemagne le taux d'inflation demeurait au alentours des 5 et 6%. Le Royaume-Uni a constitué à ce chapitre la seule grande exception: dans ce pays, l'inflation s'est encore accélérée en 1975, en partie à la suite d'un vif renchérissement de la main-d'œuvre et, si la pression des salaires et des coûts s'est récemment relâchée, le taux d'inflation demeure encore très élevé. Au Canada, la tenue des prix s'est également améliorée, mais dans une mesure bien moindre qu'aux États-Unis.

La formulation des politiques économiques et financières adoptées en 1975 témoigne du souci croissant inspiré par le niveau peu élevé de l'activité économique et par la faiblesse apparente des facteurs autonomes de relance. Tous les pays ont enregistré une notable aggravation du chômage, mais les mesures prises pour stimuler l'économie ont eu une portée beaucoup plus restreinte dans les pays qui ont continué de subir de fortes pressions des prix et des coûts associées à des problèmes de balance des paiements. En Allemagne et aux États-Unis, la politique monétaire avait commencé à s'assouplir à la fin de 1974; au début de 1975, la conjoncture du crédit refléta des signes d'assainissement au cours de l'année.

Si la politique monétaire appliquée par les pays industrialisés avait généralement pour but d'encourager une reprise de l'activité économique, les autorités monétaires n'en étaient pas moins conscientes qu'il fallait s'efforcer de ralentir davantage l'inflation. En effet, la flambée inflationniste de 1972-1973, encore qu'influencée par d'autres facteurs, avait été exacerbée par la politique monétaire fortement expansionniste que la plupart des principaux pays industrialisés avaient menée au début des années soixante-dix en vue de mettre fin au ralentissement conjoncturel et de provoquer une reprise économique. Fortes de cette expérience, les autorités monétaires ont accordé de

designed mainly to bolster private and public investment. Japan also adopted more expansionary policies after mid-year. Although the public sector deficit widened in the United Kingdom in 1975, the thrust of policy remained restrictive and a new voluntary pay-restraint programme was introduced. The various discretionary fiscal measures adopted by countries as well as the cyclical impact of the recession on government revenues and expenditures resulted in a sharp rise in public sector deficits in all major countries in 1975. The rapid growth of government expenditures has recently led a number of countries to take action to slow the growth of such expenditures in the period ahead.

World payments and financial developments

The massive imbalances in world payments that emerged in 1974 as a result of the escalation in oil prices were significantly reduced in 1975, but nevertheless remained large by earlier standards. The most striking development was the sharp reduction in the combined current account deficit of the OECD countries from \$33 billion in 1974 to an estimated \$6 billion in 1975, largely reflecting a drop in the volume of imports of oil and other primary commodities. Continued buoyant import demand by oil producing countries in 1975 also contributed to the adjustment. At the same time the surplus of the OPEC countries declined from \$67 billion in 1974 to an estimated \$43 billion in 1975. However, the deficit

plus en plus d'attention au comportement des agrégats monétaires et dans certains pays, comme les États-Unis et l'Allemagne, des objectifs de croissance monétaire ont été rendus publics.

La détente sur les marchés du crédit a été accompagnée par l'adoption de mesures fiscales expansionnistes. Dans les premiers mois de 1975, les États-Unis et l'Allemagne ont institué des politiques destinées à stimuler la dépense des ménages et les investissements des entreprises. Des mesures plus sélectives ont vu le jour dans certains autres pays au premier semestre de l'année. Devant un ralentissement de la production plus marqué que prévu et devant une montée rapide du chômage, la France, l'Italie et l'Allemagne ont instauré au début de l'automne d'autres mesures incitatives destinées avant tout à encourager les investissements de la part des secteurs public et privé. Le Japon a lui aussi adopté des politiques plus expansionnistes au début du deuxième semestre. Au Royaume-Uni, la situation de plus en plus déficitaire du secteur public en 1975 n'a pas empêché la politique de conserver une orientation restrictive et un nouveau programme de limitation volontaire des salaires a été mis sur pied. Les diverses mesures financières adoptées çà et là ainsi que l'incidence conjoncturelle de la récession sur les revenus et les dépenses des États ont provoqué une vive hausse des déficits du secteur public dans l'ensemble des principaux pays en 1975. La progression rapide des dépenses publiques a amené récemment un certain nombre de pays à prendre des mesures destinées à ralentir l'accroissement de ces dépenses à l'avenir.

Table III
Tableau III

World current account balances*
Balance mondiale des paiements courants*

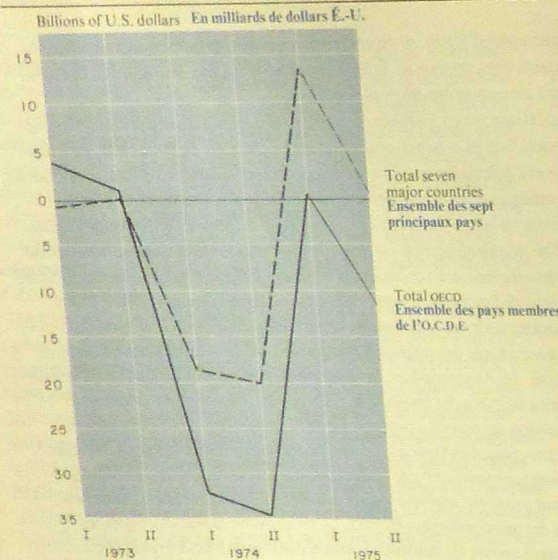
	Billions of U.S. dollars En milliards de dollars E.-U.		
	1973 1973	1974 1974	1975 1975
Seven major countries	-0.3	-20	6¼
Other O.E.C.D.	2.8	-13¼	-12¼
Total O.E.C.D.	2½	-31¼	-6
O.P.E.C.	3½	67	43
Non-oil developing countries	-2½	-17½	-27
Other†	-4	-10	-14½
Discrepancy	-½	6¼	-4½

Sept principaux pays
Autres pays membres de l'O.C.D.E.
Ensemble des pays membres de l'O.C.D.E.
Pays membres de l'O.P.E.C.
Pays en voie de développement non producteurs de pétrole
Autres pays†
Erreur statistique

*Estimations de l'O.C.D.E.
†Zone sino-soviétique, Afrique du Sud, Israël, Chypre, Malte et Yougoslavie
Source: Perspectives économiques de l'O.C.D.E., Décembre 1975.

*O.E.C.D. estimates
†Sino-Soviet area, South Africa, Israel, Cyprus, Malta and Yugoslavia
Source: OECD Economic Outlook, December 1975.

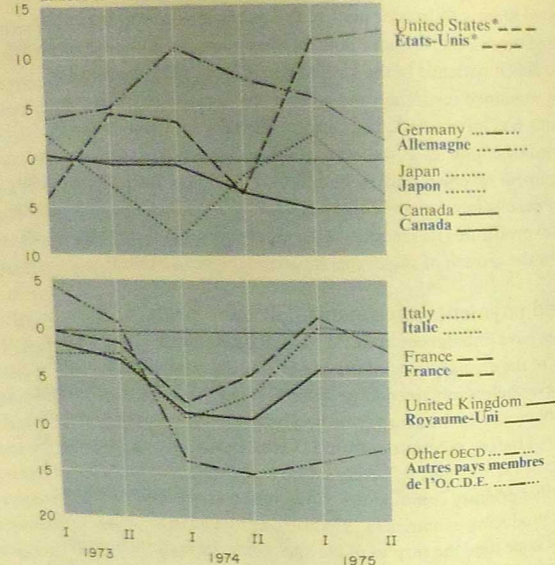
Seasonally adjusted at annual rates Données désaisonnalisées, taux annuels



*Excludes Indian Rupee Cancellation and other exceptional official grants in the first half of 1974.

Note: Data for 1975 are based on OECD estimates modified in some instances to take account of more recent information.

Billions of U.S. dollars En milliards de dollars É.-U.



*Les chiffres du premier semestre de 1974 ne tiennent pas compte de la remise de la dette indienne en roupies ni d'autres dons exceptionnels.

Note: Les statistiques de 1975 ont été obtenues à partir d'estimations de l'O.C.D.E. qui ont été modifiées dans certains cas pour tenir compte de données plus récentes.

of the non-oil developing countries showed a further substantial increase of some \$10 billion to an estimated level of \$27 billion, in large part due to adverse shifts in their terms of trade and lower demand for their exports by the OECD countries.

Within the OECD group more than one-third of the reduction of the over-all current account deficit was due to the large swing in the U.S. balance from a deficit of \$600 million in 1974 to an estimated surplus of \$12 billion in 1975. Italy's current account balance is also estimated to have moved into a small surplus, while Japan, France and the United Kingdom recorded a significant reduction in their current account deficits. In contrast Germany's current account surplus was about half the

Les paiements internationaux et l'évolution de la situation financière

Les déséquilibres massifs qui avaient caractérisé les paiements internationaux en 1974 à la suite de la montée du prix du pétrole ont été sensiblement réduits en 1975, mais sont quand même demeurés importants comparativement aux normes du passé. À remarquer surtout la vive réduction du déficit global de la balance des paiements courants des pays membres de l'O.C.D.E., qui est passé de 33 milliards de dollars en 1974 à quelque 6 milliards en 1975, en grande partie par suite d'une diminution du volume des importations de pétrole et d'autres matières premières. La persistance en 1975 d'une forte demande de produits importés de la part des pays producteurs de pétrole a

size of the previous year and Canada's deficit widened further. In the first half of the year, the seven major countries had a combined surplus of about \$14 billion (annual rate) compared with a deficit of \$20 billion in the second half of 1974. This was reduced to only a small surplus in the second half of the year, largely as a result of an upturn in imports.

The reduction in the magnitude of payments imbalances in 1975, together with the easing of credit conditions and the abatement in rates of inflation, undoubtedly contributed to an improved climate in international financial markets during the year. Partly in response to the much lower level of international short-term interest rates, the strong preference of OPEC countries for highly liquid assets that had been evident in 1974 became less pronounced, and they appear to have placed their funds not only in a greater number of countries but to a larger extent in medium to longer-term assets. This shift in the maturity composition of their investments was an important factor underlying the strengthening of the Eurobond market in 1975. New bond issues rose sharply from their depressed level in 1974 and some larger borrowers who had previously relied on short-term credit took the opportunity to lengthen the term of their debt. The Euro-currency market again provided an important source of financing in 1975, particularly to the non-oil developing countries whose financing needs continued to grow. However, the access of some of these countries to the market is increasingly being constrained by large increases in their debt and the growing burden of debt servicing charges.

As a supplement to the financing available through private markets, bilateral arrangements for grants and loans between oil producers and consumers increased substantially in 1975. The International Monetary Fund supplemented its lending facilities with the extension of its Oil Facility in 1975; the Facility has provided a total of about SDR 7 billion over the past two years. This arrangement will not be extended for a third year, but the IMF has established a Subsidy Account to reduce the interest cost of borrowings from the Facility by those countries most seriously affected by the oil price rise. In 1975, member countries of the OECD agreed to establish a Financial Support Fund for the purpose of providing lender of last resort facilities for participating countries in serious balance of payments difficulties. The EEC also set up the framework for a lending facility for member countries that would be financed by loans from OPEC countries. At the time of writing, neither of the latter arrangements has been activated.

également contribué à l'allègement de ce déficit. Parallèlement, l'excédent de la balance des paiements des pays de l'O.P.E.P. est passé de 67 milliards de dollars en 1974 à un montant estimatif de 43 milliards en 1975. Toutefois, le déficit des pays en voie de développement non producteurs de pétrole s'est encore sensiblement accru – soit de quelque 10 milliards de dollars – pour s'établir, selon les estimations, à 27 milliards, par suite surtout de l'évolution défavorable pour eux des termes de l'échange et d'une baisse de la demande de leurs produits d'exportation de la part des pays membres de l'O.C.D.E.

La réduction du déficit global des paiements courants des pays de l'O.C.D.E. est imputable pour plus d'un tiers au renversement spectaculaire du solde de la balance courante des États-Unis, qui est passée d'un déficit de 600 millions de dollars en 1974 à un excédent évalué à 12 milliards de dollars en 1975. La balance courante de l'Italie se serait elle aussi redressée pour enregistrer un léger excédent, tandis que le Japon, la France et le Royaume-Uni réduisaient sensiblement le déficit de leurs paiements courants. En revanche, l'excédent de l'Allemagne à ce titre a été réduit de 50% environ par rapport à l'année précédente, tandis que le déficit de la balance courante du Canada se creusait davantage. Au cours du premier semestre de l'année, les sept principaux pays ont enregistré un surplus global d'environ 14 milliards de dollars en taux annuels, comparativement à un déficit de 20 milliards observé au second semestre de 1974. Au second trimestre de l'année, cet excédent a été ramené à des proportions beaucoup plus modestes, en raison principalement d'une forte reprise des importations.

La diminution observée en 1975 de l'ampleur des déséquilibres des paiements internationaux, conjuguée à la détente de la conjoncture du crédit et au ralentissement de la poussée inflationniste, a incontestablement contribué à améliorer le climat des marchés financiers internationaux au cours de l'année. En partie du fait de la baisse sensible des taux d'intérêt à court terme sur les marchés internationaux, les pays membres de l'O.P.E.P. ont manifesté une préférence bien moins marquée qu'en 1974 pour les avoirs liquides ou réalisables à très court terme et ont, semble-t-il, non seulement placé leurs fonds dans un plus grand nombre de pays, mais encore investi davantage dans des avoirs à moyen et à long terme. Cette modification du terme des placements effectués par ces pays a été une des causes importantes du raffermissement du marché des euro-obligations survenu en 1975. Le chiffre des émissions d'obligations, qui était peu élevé en 1974, a augmenté sensiblement et certains gros emprunteurs qui s'adressaient auparavant presque exclusivement au marché à court terme en ont profité pour repousser l'échéance de leurs engagements. Une fois de plus, le marché des euro-devises s'est révélé une importante

The IMF has played an important role in the various international initiatives taken to help countries cope with problems of payments imbalances over the past couple of years, and considerable progress has also been made under its auspices in the formulation of more fundamental changes in the international monetary system created under the Bretton Woods Agreement. The broad objectives of the reform have been to improve the workings of the adjustment process and to enhance the role of the SDR in the international monetary system and to reduce the role of gold. In addition, efforts have been made to find ways to enlarge the resources of the IMF and to facilitate access to these resources by the developing countries. At the most recent meetings of the Interim* and Development† Committees in early January of this year, agreement was reached on the major issues relating to IMF quotas, exchange rates and gold. These decisions are now being translated into amendments to the Articles of Agreement.

The total of members' quotas in the IMF is to be increased by one third to SDR 39 billion. It has been agreed that within the total, the relative share of the oil exporters as a group will be doubled while that of all other developing countries will not decline. Agreement has also been reached among the developed countries on the allocation of the relative decline in their quota shares. In view of the pressing need of some countries for financial assistance, the Interim Committee agreed that during the period before the new quotas come into effect access by member countries to IMF credit tranches would be increased by 45 per cent. For the same reason the IMF decided in late 1975 to increase the funds available under its Compensatory Financing Facility and to liberalize access to the Facility by member countries.

The Interim Committee also reached agreement on the basis for a new exchange rate system. The new system makes provision within the IMF Articles for both fixed and floating exchange rates. Linked closely with this agreement is the undertaking on the part of some of the larger countries to consult on a regular and frequent basis on exchange rate movements.

Finally, steps are being taken to abolish the official price of gold and to remove its special status in international transactions. The obligation to use gold in transactions with the IMF will be eliminated and the authority of the IMF to accept gold will be limited. In addition, the IMF will

*Interim Committee of the Board of Governors of the International Monetary System.
†Joint Ministerial Committee of the Boards of Governors of the Bank and the Fund on the Transfer of Real Resources to Developing Countries.

source de financement en 1975, surtout pour les pays en voie de développement non producteurs de pétrole, dont les besoins de crédit ont continué de s'accroître. Toutefois, certains de ces pays ont de moins en moins accès à ce marché étant donné l'énorme accroissement de leur dette et l'alourdissement du fardeau financier qui en découle.

En vue de compléter la gamme des possibilités de financement offertes par les marchés privés, les pays producteurs et les pays consommateurs de pétrole ont multiplié en 1975 les accords bilatéraux prévoyant l'octroi de subventions et de prêts. En guise de supplément aux facilités de crédit qu'il accorde, le Fonds Monétaire International a maintenu en vigueur son «mécanisme pétrolier» en 1975; par la voie de ce mécanisme, environ 7 milliards de D.T.S. ont été octroyés au cours des deux dernières années. Cet accord ne sera pas renouvelé pour une troisième année, mais le F.M.I. a créé un compte de subvention en vue d'alléger le coût des emprunts contractés aux termes du «mécanisme» par les pays les plus sérieusement affectés par l'escalade du prix du pétrole. En 1975, les pays membres de l'O.C.D.E. sont convenus de mettre sur pied un Fonds de soutien financier afin d'accorder des facilités de crédit de dernier ressort aux pays membres en proie à de graves difficultés de balance des paiements. La Communauté Économique Européenne a également jeté les bases d'un mécanisme de crédit à l'intention des pays membres, lequel serait financé par les pays membres de l'O.P.E.P. À ce jour, aucun tirage n'avait été effectué en vertu de ces deux derniers accords.

Le Fonds Monétaire International a joué un rôle important dans l'adoption de diverses mesures prises à l'échelon international, au cours des quelque deux dernières années, pour aider les pays à faire face aux problèmes découlant du déséquilibre des paiements; de plus, des progrès considérables ont été réalisés, sous les auspices de cet organisme, dans la recherche d'une formule permettant de modifier en profondeur le système monétaire international issu des Accords de Bretton Woods. En gros, cette réforme a pour objectif d'améliorer le fonctionnement des processus d'ajustement, de consolider le rôle des D.T.S. dans le système monétaire international et de réduire le rôle de l'or. En outre, le Fonds s'est évertué à trouver des moyens d'accroître ses ressources et d'en faciliter l'accès aux pays en voie de développement. Lors des dernières réunions du Comité intérimaire* et du Comité de développement†, au début de janvier dernier, un accord a été conclu sur l'importante question des quote-parts, des taux de change et de l'or. Les décisions prises à cette occasion sont actuellement incorporées à des modi-

*Comité intérimaire du Conseil des Gouverneurs sur le système monétaire international.
†Comité ministériel conjoint des Conseils des Gouverneurs de la Banque et du Fonds sur le transfert de ressources réelles aux pays en voie de développement.

restitute one sixth of its gold holdings to member countries and will sell a similar amount for the benefit of developing countries. The sales are to be made in public auctions over a four-year period. The profits from these sales are expected to be used, along with voluntary national contributions, to support the establishment of a Trust Fund. This Fund will provide balance of payments assistance on concessionary terms to countries with very low per capita incomes. To assist in the implementation of the gold arrangements the members of the Group of Ten countries have undertaken, for a period of two years, to avoid actions that would have the effect of pegging the price of gold and to place a ceiling on the aggregate gold holdings of the IMF and the authorities of the ten countries. Further arrangements governing gold transactions and related statistical reporting are being discussed at regular meetings of the central bank representatives of the Group of Ten countries.

fications qui doivent être apportées aux Statuts du F.M.I.

L'ensemble des quote-parts des pays membres doit s'accroître d'un tiers pour atteindre 39 milliards de D.T.S. Il a été convenu que les pays exportateurs de pétrole dans leur ensemble doubleront la part relative du capital qu'ils détiennent, sans que ne diminue celle des autres pays en développement. Quant aux pays industrialisés, ils sont convenus d'une formule qu'ils appliqueront dans la répartition des quote-parts qui leur reviennent. Certains pays ayant un besoin pressant d'aide financière, le Comité intérimaire est convenu que chaque tranche de crédit auquel ont accès les pays membres augmentera de 45% en attendant que soit effectué le relèvement des quote-parts. Pour la même raison, le Fonds Monétaire International a décidé, à la fin de 1975, d'augmenter les facilités de crédit qu'il accorde dans le cadre du Mécanisme de financement compensatoire et d'assouplir les conditions d'octroi de ces prêts.

Le Comité intérimaire a également fixé les bases d'un nouveau système de taux de change. Ce système, réglementé par les statuts mêmes du F.M.I., autorise à la fois la pratique des taux de change flottants et celle des taux fixes. Un certain nombre de pays parmi les plus influents s'engagent, dans le cadre de l'accord convenu à ce chapitre, à se consulter régulièrement et fréquemment en vue d'examiner les fluctuations des taux de change.

Mentionnons enfin que des mesures visant à abolir le prix officiel de l'or et à lui ôter son statut privilégié dans les transactions internationales sont actuellement à l'étude. L'obligation d'utiliser de l'or dans les transactions avec le Fonds Monétaire International sera abolie et le Fonds ne pourra en recevoir qu'en quantité limitée. En outre, le Fonds Monétaire International restituera un sixième de ses avoirs en or aux pays membres et vendra un montant équivalent au profit des pays en développement. Les ventes s'effectueront par voie d'enchères publiques s'échelonnant sur une période de quatre ans. Les bénéfices provenant de ces ventes s'ajouteraient à des contributions volontaires de certains pays pour constituer un Fonds en fiducie, destiné à aider les pays à très faible revenu par habitant qui éprouvent des difficultés de balance des paiements. Dans le but de faciliter l'application des accords sur l'or, les pays du Groupe des Dix se sont engagés, pour deux ans, à ne pas prendre de mesures susceptibles de stabiliser le prix de l'or et à fixer un plafond à l'ensemble des avoirs en or détenus par le Fonds Monétaire International et par les autorités des dix pays. D'autres accords visant à régir les transactions sur l'or et la communication des statistiques y afférentes font l'objet de discussions aux réunions régulières des représentants des banques centrales du Groupe des Dix.

From time to time the Bank of Canada issues staff research studies and technical reports dealing primarily with questions of professional interest to economists engaged in applied research. A summary of the latest study, No. 11, appears below. Persons wishing to receive this report may obtain single copies by writing to the Distribution Section, 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 and reports that have been published are carried in the list of other Bank of Canada publications in the back pages of the Review.

Staff Research Study 11 Management by the Canadian banks of their domestic portfolios 1956-71: An econometric study

William R. White

This study is an investigation of some important aspects of net foreign asset and domestic portfolio management by Canadian chartered banks. Attention is focussed on the specification of demand functions for various assets and liabilities of the banks and their mortgage affiliates. The decision-making process in the setting of interest rates is not explicitly considered. The domestic portfolio choices of the banking industry are viewed as occurring at three related levels. Although all these decisions may be made virtually simultaneously, they follow a logical order in that some of them cannot be taken without prior knowledge of the probable outcome of other portfolio decisions.

At the first level of the decision-making process the banking industry chooses its holdings of a number of assets and liabilities without recourse to an over-all and contemporaneous portfolio-choice procedure. Various factors influence the holdings of these predetermined items. By way of example, levels of required primary and secondary reserves must be consistent with the legal provisions governing these assets. Loans and deposits are assumed to be determined by demand at interest rates set by the banks. The level of outstanding mortgage loans held by the industry is predetermined by the normal disbursement of funds consequent on

La Banque du Canada publie de temps à autre des travaux de recherche et des rapports techniques portant sur des sujets très spécialisés, qui intéressent principalement les économistes se consacrant à la recherche appliquée. Le texte qui suit donne un aperçu de l'étude n° 11, publiée tout récemment. Les intéressés peuvent en obtenir le texte intégral en adressant une demande écrite à la Section de la diffusion des publications, 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 les auteurs, mais comportent une préface dans les deux langues officielles. Les titres de travaux et rapports parus sont indiqués chaque mois, à la fin de la Revue, sous la rubrique «Autres publications de la Banque du Canada».

Travail de recherche n° 11 Management by the Canadian banks of their domestic portfolios 1956-71: An econometric study

William R. White

Cette étude porte sur quelques aspects importants de la gestion par les banques à charte de leurs avoirs en dollars canadiens et de leurs avoirs nets en devises étrangères de 1956 à 1971. Elle accorde une importance toute particulière à la spécification des fonctions de demande de divers éléments de l'actif et du passif des banques et des sociétés de prêt hypothécaire affiliées à ces dernières. Par contre, elle n'aborde pas de façon explicite la question de la prise de décisions liée à la détermination du niveau des taux d'intérêt. La gestion du portefeuille d'avoirs canadiens des banques est étudiée comme si elle se faisait à trois paliers interdépendants. Bien que toutes ces décisions puissent être prises presque au même moment, elles suivent un ordre logique en ce sens que certaines d'entre elles ne peuvent être prises avant qu'on ne connaisse les résultats de certaines autres décisions en la matière.

Au premier palier de la prise de décisions, les banques fixent le montant de certains avoirs et engagements sans utiliser une méthode de détermination simultanée des choix de portefeuille. Les montants ainsi fixés sont influencés par divers facteurs. Par exemple, le niveau des réserves-encaisse et des réserves secondaires doit être conforme aux exigences légales en la matière. De plus, le volume des prêts et des dépôts est censé être déterminé par l'ampleur que prend la demande quand les taux d'intérêt pratiqués par les banques

loan approvals made earlier. Banks can affect the level of their mortgage holdings only by altering the number and amount of mortgage approvals they make. The flow of such approvals is shown to be sensitive to the growth in bank assets and to interest rate inducement.

At the second level of the decision-making process the banking industry allocates portfolios between three broad categories: excess secondary reserves, tertiary liquid assets, and net foreign assets. Decisions made at this stage are conditioned by the outstanding levels of predetermined items, relative interest rates, and a number of special factors. In general, this aspect of bank behaviour is shown to be accurately described by portfolio-allocation models of the Brainard-Tobin type.

At the third level of the decision-making process the banking industry chooses between the various assets that comprise broad portfolio categories. That is, subject to the chosen level of excess secondary reserves and the secondary reserve requirement, funds are allocated between excess primary reserves, treasury bills, and day loans. Since the demand function for excess primary reserves is a key part of the transmission mechanism of monetary policy in Canada, particular attention is paid to this aspect of bank behaviour. Similarly, subject to the chosen level of tertiary liquid assets, banks allocate funds between short-term and long-term Government of Canada bonds and call loans. At this final decision-making stage, portfolio choices are shown to depend upon the funds available for investment, interest rates past and present, and special factors. As is the case at all three decision-making levels, complete portfolio adjustment to external phenomena takes time. However, it proceeds more rapidly according to this study than other studies imply.

s'établissent à un niveau donné. Quant au volume des portefeuilles hypothécaires des banques, il est déterminé d'avance, car on connaît le chiffre des sorties normales de fonds auxquelles donnent lieu les approbations de prêt. Les banques ne peuvent faire varier le volume de leur portefeuille hypothécaire qu'en modifiant le nombre et le montant de leurs approbations de prêt hypothécaire. L'étude démontre que le flux de ces approbations est sensible à la croissance des avoirs des banques et à l'attrait relatif des taux d'intérêt.

Au deuxième palier de la prise de décisions, les banques répartissent leurs avoirs en trois grandes catégories: les réserves secondaires excédentaires, les avoirs de troisième liquidité et les avoirs nets en devises. Les décisions prises à ce stade sont déterminées par l'importance de certains postes du bilan déjà connus, par les taux d'intérêt relatifs et par un certain nombre de facteurs spéciaux. Il est démontré qu'en général cet aspect du comportement des banques est décrit de façon assez précise par les modèles de répartition de portefeuilles semblables à celui de Brainard-Tobin.

Au troisième palier de la prise de décisions, les banques effectuent un choix entre les divers avoirs qui forment les grands compartiments de leurs portefeuilles. Autrement dit, étant donné le niveau des réserves secondaires excédentaires et celui des réserves secondaires obligatoires, des fonds vont être affectés à la constitution d'un excédent de réserves primaires, à l'achat de bons du Trésor ou à l'octroi de prêts au jour le jour. Vu le rôle clef que joue la fonction de demande de réserves primaires excédentaires dans les mécanismes de transmission de la politique monétaire au Canada, une attention toute particulière a été accordée à cet aspect du comportement des banques. De même, c'est en fonction du niveau choisi des avoirs de troisième liquidité que les banques vont affecter des fonds à l'achat d'obligations à court ou à long terme du gouvernement canadien et à l'octroi de prêts à vue. Il est démontré qu'à ce dernier palier de la prise de décisions, les choix dépendent du montant des fonds disponibles à des fins d'investissement, du niveau passé et actuel des taux d'intérêt, ainsi que de facteurs spéciaux. Comme cela se produit dans le cas de chacun des trois paliers de la prise de décisions, l'ajustement complet des portefeuilles aux phénomènes externes s'effectue avec un certain délai. Cependant, de l'avis de certains auteurs, la période d'ajustement serait plus courte que ne le suggère la présente étude.

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:

New France 'Card Money' 3 livres 1749

In 1685, the French colonial authorities issued the first paper currency in North America. Faced with a shortage of coins with which to pay his troops, De Meulles, the Intendant of New France, introduced as a temporary expedient an issue of paper currency. The notes were made from playing cards and the local merchants were directed to accept this 'playing card money' with the understanding that it could be redeemed for bills of exchange on France before the supply ships returned to France in the autumn. In subsequent years further issues were made but the practice was abandoned in 1717 due to a failure of the government to always redeem the notes in full. However in 1729 a severe shortage of coins forced the resumption of the issue of paper currency. The new issue was on plain white cardboard instead of playing cards and was followed by further issues, with the last in 1757. The 'card money' was issued in various denominations, with each denomination having its own distinctive shape. The notes were impressed with two official seals and like the 'playing card money' were handwritten. The piece shown on the front cover was signed at the top by the Clerk of the Treasury, Breard, in the centre by Lajonquière (Governor 1749-52) and at the bottom by Bigot (Intendant 1747-60). The two oval seals at the top right are those of France and Navarre. The 'card money' also eventually fell into disrepute because of over-issue and difficulties with redemption. The piece illustrated on the cover is part of the National Currency Collection of the Bank of Canada.

Photography by J. A. Haxby, Bank of Canada.

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.
CN ISSN 0045-146

Couverture:

Monnaie de carte de 3 livres, Nouvelle-France, 1749

C'est en 1685 que les autorités coloniales françaises introduisirent la monnaie de papier en Amérique du Nord. N'ayant pas assez de pièces de monnaie pour payer la troupe, l'Intendant de la Nouvelle-France, un nommé de Meulles, eut recours à un expédient et utilisa des cartes à jouer pour émettre de la monnaie. Les commerçants locaux furent «invités» à accepter cette «monnaie de carte», étant entendu qu'elle pourrait être convertie en lettres de change sur le Trésor français avant que les navires ravitailleurs ne repartent pour la métropole à l'automne. Au cours des années suivantes, on eut de nouveau recours à cette pratique, mais elle fut abandonnée en 1717 car le gouvernement ne parvenait pas toujours à rembourser l'intégralité des «cartes». Cependant en 1729, il fallut revenir à la formule de la monnaie de papier en raison d'une grave pénurie de pièces de monnaie. On se servit pour cette émission de carton blanc uni au lieu de cartes à jouer et on procéda par la suite à d'autres émissions, dont la dernière date de 1757. La «monnaie de carte» était émise en diverses coupures, dont chacune avait sa forme propre. Ces billets étaient revêtus de deux sceaux officiels et, comme la monnaie faite à l'aide de cartes à jouer, portaient des inscriptions manuscrites. L'échantillon reproduit en couverture porte en haut la signature de Bréard, commis au Trésor, au milieu celle de Lajonquière (Gouverneur de 1749 à 1752) et en bas celle de Bigot (Intendant de 1747 à 1760). Les deux sceaux ovales qu'on peut voir en haut et à droite sont ceux de France et de Navarre. La «monnaie de carte» finit par être discréditée en raison du fait qu'on émit un montant exagéré et qu'il n'était pas toujours facile de les rembourser. La pièce reproduite sur la couverture fait partie de la Collection nationale de monnaies.

Photographie: J. A. Haxby, Banque du Canada.

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.
CN ISSN 0045-146

Credit market developments in 1975

The Annual Report of the Governor for 1975 contains a broad review of major economic and financial developments during 1975 and the early months of 1976. This note provides some additional information on borrowing by the major non-financial sectors of the economy and on the activities of financial institutions.

Financing by major borrowers

In 1975 Gross National Expenditure in money terms increased by about 10 per cent but the increase in the net amount of funds raised in credit markets was somewhat less. In total non-financial borrowers raised about \$29½ billion in 1975, nearly \$1¾ billion more than in 1974. As shown in Table I, which summarizes the flow of funds to these borrowers, there were some appreciable differences in the sectoral demands for credit and in the composition and sources of borrowing in 1975. While funds raised by the federal Government totalled approximately the same as in 1974, the amount taken up by the provincial-municipal sector increased quite significantly. Borrowing by the private sector declined from the previous year. In contrast to 1974 when loans from largely non-financial businesses, relied to a very large extent on loans from financial institutions and other short-term sources of funds, demands by Canadian borrowers on longer term capital markets, both in this country and abroad, were exceptionally heavy in 1975. Total funds raised by all borrowers through net new issues of marketable bonds amounted to over \$9 million in 1975, or more than in the two previous years combined; a somewhat higher proportion of the total was placed in foreign markets than in 1973 and 1974 (see Appendix Table I).

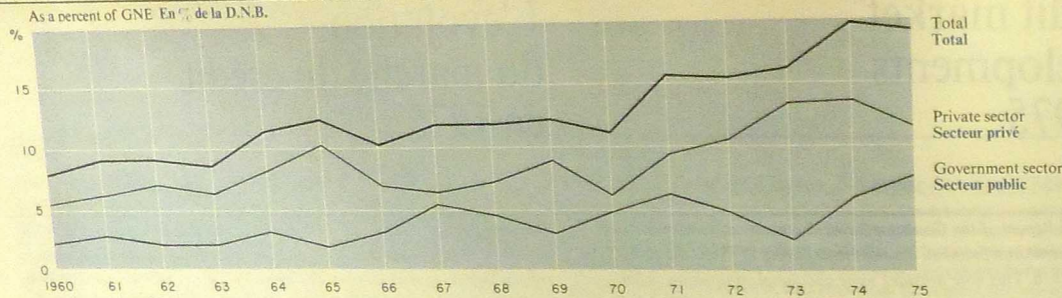
Some perspective on the scale of borrowing by major borrowing groups is provided by comparing the amount of funds raised with Gross National Expenditure. As can be seen in the top panel of the chart on the following page, the ratio of total borrowing to GNE, after rising sharply in 1974, declined slightly in 1975, largely as a result of the slower pace of borrowing by the private sector. The ratio to GNE of borrowing by governments, however, increased steadily in both years; in 1974 the

L'évolution du marché du crédit en 1975

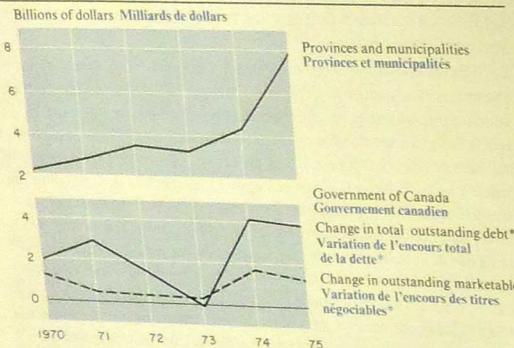
Dans son Rapport annuel pour 1975, publié il y a quelques jours, le Gouverneur de la Banque du Canada retrace les grandes lignes de l'évolution économique et financière enregistrée au cours de l'année 1975 et des premiers mois de 1976. Le présent article apporte quelques renseignements complémentaires sur le financement obtenu par les principaux secteurs non financiers de l'économie et sur les opérations des institutions financières.

Le financement obtenu par les principaux secteurs économiques

En 1975 la dépense nationale brute (D.N.B.) a enregistré en dollars courants une progression d'environ 10%, mais l'augmentation nette du financement obtenu sur les marchés du crédit a été légèrement moindre. Au total, les agents économiques non financiers se sont procurés en 1975 environ 29,5 milliards de dollars, soit près de 1¾ milliard de plus qu'en 1974. Comme on peut le voir au Tableau I, qui présente un résumé des flux de fonds dont ont bénéficié ces agents économiques, il y a eu en 1975 des différences appréciables dans les demandes de crédit des divers secteurs de l'économie, de même que dans les formes et les sources de financement. Alors que les emprunts du gouvernement fédéral se sont établis à un niveau voisin de celui de 1974, ceux des administrations provinciales et municipales se sont accrues de façon assez considérable. Par contre, le financement obtenu par le secteur privé a diminué par rapport à l'année précédente. Contrairement à ce qui s'était produit en 1974, année où les agents économiques, particulièrement les entreprises non financières, avaient fait appel dans une très grande mesure aux concours financiers des institutions financières et des autres sources de crédit à court terme, en 1975 les recours des emprunteurs canadiens aux marchés de capitaux à long terme, au Canada et à l'étranger, ont été exceptionnellement importants. Le financement total obtenu par les diverses catégories d'emprunteurs par voie d'émissions nettes d'obligations négociables s'est élevé à plus de 9 millions de dollars en 1975, soit à un montant supérieur à la somme globale des deux années précédentes; comparativement aux années 1973 et 1974, la proportion des emprunts placés sur les marchés étrangers a quelque peu augmenté (voir le Tableau I de l'Annexe).

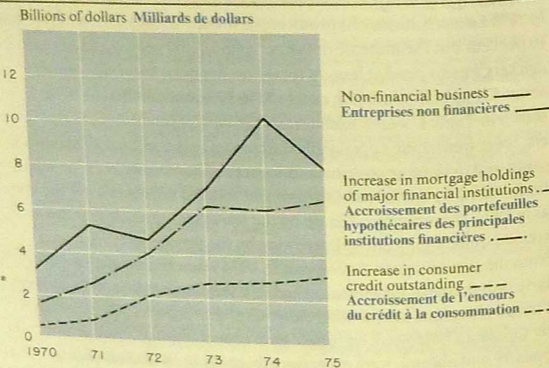


Government sector Secteur public



*Canadian dollar securities outside Government accounts

Private sector Secteur privé



*Titres en dollars canadiens dans les portefeuilles autres que ceux du gouvernement

increase largely reflected the financing activity of the federal government, but in 1975 it was attributable to increased borrowing by the provincial-municipal sector. Borrowing by all levels of government in total increased from just over \$3 billion in 1973 to more than \$8½ billion in 1974 and to \$12 billion in 1975, boosting the ratio of government borrowing to GNE from about 3 per cent in 1973 to just over 8 per cent in 1975.

On peut se faire une idée de l'importance du financement obtenu par les principaux groupes d'emprunteurs en comparant le montant des concours qu'ils ont reçus au chiffre de la dépense nationale brute. Comme on peut le voir à la partie supérieure du graphique ci-dessus, le rapport Financement global/D.N.B., après avoir accusé une hausse marquée en 1974, a enregistré en 1975 une baisse légère, imputable en grande partie au ralentissement du rythme des emprunts du secteur privé. Par contre, le ratio Emprunts

Governments

The federal Government's net Canadian dollar financing requirements for domestic transactions increased to \$6.0 billion in 1975, three times as large as in the previous year. Official operations in the foreign exchange market gave rise to net receipts of Canadian dollars of \$497 million, with the result that cash requirements amounted to about \$5.5 billion. The Government's cash balances, which had been built up by more than \$2½ billion in 1974, were run down by \$1½ billion in 1975 and the outstanding amount of Government of Canada securities (held outside government accounts) increased by \$4.0 billion (see Appendix Table II). About one third of this increase in debt was in marketable securities with the remainder being accounted for by net sales of Canada Savings Bonds, which totalled \$2.7 billion over the year. The Bank of Canada's debt management operations as agent for the Government are discussed in some detail in the Governor's Annual Report.

The marked acceleration in borrowing by the provincial-municipal sector in 1975 reflected a continued rapid growth of investment by their enterprises as well as a further substantial widening in the deficits of the governments themselves, measured on a national accounts basis. The increased deficit on this basis, however, was not shared by all provinces. Although complete data are not available, it is evident that, largely as a result of revenues related to natural resources, the net accumulation of financial assets in 1974 by some provinces continued through 1975 and this partly offset the larger borrowing requirements on the part of other provinces over the year. As can be seen from Appendix Table II, most of the increase in borrowing by this sector was in the form of long-term bonds including about \$3½ billion of net placements abroad. There was also some increase in borrowing in short-term forms compared with 1974, as municipalities sought greater accommodation at the chartered banks and provincial governments and their enterprises increased their borrowings through treasury bills and other short-term paper.

Private borrowers

Private non-financial borrowers raised a total of over \$17½ billion in credit markets in 1975, about \$1½ billion less than the record amount of funds raised in the previous year. All of the decline, compared with 1974, was accounted for by reduced borrowing by businesses; the amount of funds raised in the residential mortgage and consumer credit markets increased slightly.

The moderation in demand for financing by the non-financial business

du secteur public/D.N.B. s'est accru régulièrement pendant ces deux années. Alors qu'en 1974 cet accroissement s'expliquait principalement par les opérations de financement effectuées par le gouvernement fédéral, en 1975 il était dû à l'augmentation des emprunts des administrations provinciales et municipales. Le montant global des emprunts des divers paliers de gouvernement, qui en 1973 s'établissait à un peu plus de 3 milliards de dollars, est passé à plus de 8½ milliards en 1974 et à 12 milliards en 1975, de sorte que la proportion des emprunts gouvernementaux par rapport à la D.N.B., qui était d'environ 3% en 1973, a grimpé à un peu plus de 8% en 1975.

Le secteur public

Les besoins de trésorerie nets en dollars canadiens du gouvernement fédéral au titre de ses opérations internes se sont établis à environ 6 milliards de dollars en 1975, soit au triple de ceux de l'année antérieure. Les opérations officielles effectuées sur le marché des changes se sont soldées par des recettes nettes de 497 millions de dollars canadiens, de sorte que les besoins de trésorerie se sont chiffrés à environ 5,5 milliards. Les dépôts du gouvernement fédéral, qui s'étaient accrus de plus de 2½ milliards de dollars en 1974, ont diminué de 1½ milliard en 1975, tandis que l'encours des fonds d'État (autres que ceux détenus dans les portefeuilles du gouvernement) enregistrait une augmentation de 4 milliards (voir Tableau II de l'Annexe). Cet accroissement de la dette du gouvernement s'explique dans la proportion d'un tiers par l'évolution de l'encours des titres négociables et, pour les deux tiers restant, par les ventes nettes d'Obligations d'épargne du Canada, qui ont totalisé 2,7 milliards au cours de l'année. On trouvera dans le Rapport annuel du Gouverneur une analyse assez détaillée des opérations que la Banque du Canada a effectuées, en sa qualité d'agent du gouvernement, dans le cadre de la gestion de la dette publique.

L'accélération notable des emprunts des administrations provinciales et municipales en 1975 est attribuable au fait que la croissance rapide des investissements des entreprises de ce secteur s'est poursuivie et que le déficit de ces administrations elles-mêmes - calculé en termes de comptabilité nationale - s'est de nouveau considérablement creusé. Toutefois, l'accroissement du déficit calculé en ces termes n'a pas été ressenti au niveau de toutes les provinces. Bien qu'on ne dispose pas encore de données complètes à ce sujet, il est évident que quelques provinces ont, à la faveur notamment des recettes provenant des industries d'exploitation des richesses naturelles, concouru en 1974 d'accroître tout au cours de l'année leurs portefeuilles d'avoirs financiers, ce qui a compensé en partie l'augmentation des besoins de financement de certaines autres provinces au cours de l'année. Comme on

sector was a reflection both of a much slower growth in outlays on plant and equipment and a sharp decumulation of inventories, and occurred despite some slowing in the growth of internally generated funds. Although the available information is incomplete, it would appear that the accumulation of financial assets by this sector slowed, after substantial additions in both 1973 and 1974. There was a considerable restructuring of corporate balance sheets during 1975. Businesses relied less heavily on short-term sources of financing, such as loans and commercial paper and, in an attempt to lengthen the term structure of their liabilities, sought greater accommodation in the long-term bond markets. In 1975 net new issues of bonds in Canada by the business sector were \$850 million higher than in the previous year. In addition, these borrowers raised more than \$350 million in foreign markets during the year, much of it in the fourth quarter when the removal of the federal non-resident withholding tax on new issues of corporate bonds of five years and over encouraged corporate borrowers to seek foreign sources of funds. The amount of funds obtained in Canadian equity markets was also appreciably higher than in the previous year. On the other hand, borrowing in the short-term paper markets and from banks and other financial institutions declined in 1975. Borrowing from these sources had accounted for more than three quarters of the total funds raised by businesses in 1974 but in 1975 the proportion dropped to just over half (see Appendix Table III).

The volume of mortgage borrowing continued to be very strong in 1975, reaching a record level for the year as a whole (see Appendix Table IV). Housing starts, after declining through much of 1974 and into the early months of 1975, rose strongly during the second half of the year and there was also a marked rise in borrowing to finance the purchase of existing houses. The value of total residential mortgage loan approvals increased by more than 50 per cent in 1975 and well over half of this increase was in approvals for new housing.

Consumer expenditure on durable and semi-durable goods rose quite strongly in 1975 as well, particularly in the latter part of the year. These outlays were financed in part by a further increase in the amount of consumer credit extended (see Appendix Table V). For the year as a whole, the rate of growth of consumer credit balances outstanding at 15 per cent was approximately the same as in 1974; some slowing in the first half of the year was followed by a marked acceleration in the second half when purchases of automobile and household-related durable goods rose strongly.

peut le voir au Tableau II de l'Annexe, l'accroissement du financement obtenu par ces administrations a été principalement le fait des ventes nettes d'obligations à long terme, dans lesquelles entraient quelque 3.5 milliards de titres placés à l'étranger. Les emprunts à court terme ont également augmenté quelque peu comparativement à 1974, du fait que les municipalités ont eu davantage recours au crédit bancaire, tandis qu'augmentaient l'encours des bons du Trésor des provinces et celui du papier à court terme des entreprises appartenant à ces dernières.

Le secteur privé

Les agents économiques non financiers du secteur privé se sont procuré sur les marchés du crédit une somme globale de plus de 17.5 milliards de dollars en 1975, soit environ 1.5 milliard de moins que le chiffre record obtenu l'année précédente. Comparativement à ce qui s'est passé en 1974, c'est la diminution du financement externe des entreprises qui est à l'origine de la baisse enregistrée en 1975; de leur côté, les prêts hypothécaires à l'habitation et le crédit à la consommation ont marqué une légère progression.

L'atténuation de la demande de financement des entreprises non financières a résulté à la fois d'une diminution beaucoup plus marquée des dépenses d'investissement en outillage et en équipement et d'une réduction sensible des stocks, ce en dépit d'une certaine modération de la croissance des ressources d'auto-financement. Bien que les renseignements disponibles soient incomplets, il semble qu'un certain ralentissement ait été enregistré au niveau de l'accumulation des avoirs financiers de ces entreprises, après les fortes augmentations observées en 1973 et en 1974. Les sociétés ont modifié considérablement la structure de leur bilan en 1975. Les entreprises ont recouru dans une moindre mesure aux modes de financement à court terme (prêts et papier à court terme) et, dans le but de prolonger le terme de leurs engagements, se sont adressées davantage au marché des obligations à long terme. C'est ainsi que le montant des émissions nettes des entreprises a augmenté en 1975 de 850 millions de dollars par rapport à l'année précédente. De plus, ces dernières se sont procuré en 1975 sur les marchés étrangers plus de 350 millions de dollars, dont une grande partie au cours du dernier trimestre, époque où la suppression de l'impôt fédéral retenu à la source sur les intérêts versés aux non-résidents détenteurs de nouvelles obligations à cinq ans ou plus des sociétés encouragea les entreprises à se tourner vers les marchés extérieurs. Le financement obtenu sur les bourses canadiennes a aussi considérablement augmenté par rapport à l'année précédente. Par contre, les appels aux marchés du papier à court terme, aux banques et aux autres institutions financières ont diminué en 1975. Alors qu'en 1974 la proportion

Table I
Tableau I

Funds raised by major non-financial borrowers
Financement obtenu par les principales catégories d'agents économiques non financiers

FUNDS RAISED	Billions of dollars En milliards de dollars								
	1973		1974		1975		1975		
	1973	1974	1975	1974	1975	1975	1975		
			I	II	I	II	I	II	
Private non-financial business	7.0	10.3	7.9E	5.3	4.9	5.0	2.9E		
Mortgage borrowers ⁽¹⁾	6.3	6.1	6.6E	3.5	2.7	2.9E	3.8E		
Consumers	2.8	2.9	3.2E	1.6	1.3	1.2	1.9E		
Total private borrowing	16.1	19.3	17.7E	10.4	9.0	9.1E	8.6E		
Provinces and municipalities ⁽²⁾	3.3	4.5	8.1	1.8	2.6	4.0	4.0		
Sub-total	19.5	23.8	25.7E	12.2	11.6	13.1E	12.6E		
Government of Canada ⁽³⁾	-0.1	4.2	4.0	-0.1	4.3	-0.2	4.2		
Total	19.4	28.0E	29.7E	12.1	15.9	12.9E	16.8E		
TYPES OF FINANCING									
Loans and mortgages									
Chartered banks	7.1	8.0	7.7	4.5	3.4	3.8	3.9		
Non-banks	7.2	7.5	6.2E	4.3	3.2	2.6E	3.7E		
Canadian dollar marketable securities									
Treasury bills and short-term paper	0.5	2.4	1.1	1.0	1.4	1.2	-0.1		
Bonds	2.0	3.3	5.1	1.6	1.8	2.9	2.2		
Stocks	0.4	0.4	0.7	0.1	0.3	0.4	0.3		
Foreign currency securities ⁽⁴⁾	0.6	1.8	3.9	0.7	1.1	1.5	2.4		
Canada Savings Bonds	-0.4	2.4	2.7	-1.0	3.4	-0.4	3.1		
Other ⁽⁵⁾	2.0	2.1	2.2E	0.8	1.3	0.8	1.4E		
Total	19.4	28.0E	29.7E	12.1	15.9	12.9E	16.8E		

⁽¹⁾ These are principally mortgages secured by residential property. The figures exclude 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 outside Government accounts; does not include temporary financing resulting from swap transactions between the Bank of Canada and the Exchange Fund Account. The figures shown are not a measure of Government of Canada cash requirements.

⁽³⁾ Net changes in Canadian dollar Government of Canada securities outside Government accounts; does not include temporary financing resulting from swap transactions between the Bank of Canada and the Exchange Fund Account. The figures shown are not a measure of Government of Canada cash requirements.

⁽⁴⁾ Includes Canadian dollar bonds placed in overseas markets.

⁽⁵⁾ Provincial and municipal securities purchased with Canada Pension Plan funds, consumer credit extended by other than financial institutions and direct investment from abroad.

FINANCEMENT OBTENU

Entreprises non financières du secteur privé
Emprunteurs hypothécaires⁽¹⁾
Ménages

Ensemble du secteur privé

Provinces et municipalités⁽²⁾

Total partiel

Gouvernement canadien⁽³⁾

Total

FORMES DE FINANCEMENT

Prêts et crédit hypothécaire
Banques à charte
Institutions autres que les banques

Titres négociables libellés en dollars canadiens
Bons du Trésor et papier à court terme
Obligations
Actions

Obligations en monnaies étrangères⁽⁴⁾

Obligations d'épargne du Canada
Autres⁽⁵⁾

Total

⁽¹⁾ Il s'agit principalement de prêts hypothécaires à l'habitation. Non compris le montant net des prêts hypothécaires consentis par les gouvernements ou leurs agences, particulièrement la S.C.H.L., qui figurent dans les besoins de financement net des administrations intéressées.

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

⁽³⁾ Variation nette de l'encours des fonds d'Etat en dollars canadiens non compris dans les portefeuilles du gouvernement. Les chiffres ne comprennent pas le financement temporaire résultant d'opérations swaps entre la Banque du Canada et le Fonds des changes et ne constituent pas des indicateurs des besoins de trésorerie du gouvernement canadien.

⁽⁴⁾ Y compris les obligations libellées en dollars canadiens placées sur les marchés d'outre-mer.

⁽⁵⁾ Comprend les titres de provinces ou de municipalités achetés avec des fonds du Régime de pensions du Canada, le crédit à la consommation provenant de sources autres que les institutions financières et les investissements directs des non-résidents au Canada.

Table II
Tableau II

Mortgage holdings of major private financial institutions*
Portefeuilles hypothécaires des principales institutions financières du secteur privé*

	Billions of dollars December 1975 En milliards de dollars décembre 1975	Percentage change Variation en %			Annual rates, seasonally adjusted Taux annuels, données désaisonnalisées			
		December to December De décembre à décembre			1975			
		1973	1974	1975	1975	1975		
						I	II	
						I	II	
Chartered banks ⁽¹⁾	7.7	34	32	28	27	29		Banques à charte ⁽¹⁾
Trust and mortgage loan companies ⁽²⁾	17.1	30	20	19	19	19		Sociétés de fiducie ou de prêt hypothécaire ⁽²⁾
Life insurance companies	8.9	8	9	7	7E	8		Compagnies d'assurance-vie
Other financial institutions ⁽³⁾	10.1	36	23	18	17E	20		Autres institutions financières ⁽³⁾
Total	43.8	25	20	18	17E	18		Total

* Principally mortgages secured by residential property. Figures for December 1975 with the exception of chartered banks and trust and mortgage loan companies are estimated.
⁽¹⁾ Residential mortgages only.
⁽²⁾ Includes mortgage companies associated with chartered banks.
⁽³⁾ Includes credit unions and caisses populaires, pension funds, sales finance companies, the Quebec savings bank, property and casualty insurance companies, real estate investment trusts and mutual funds; not seasonally adjusted.

* Il s'agit principalement ici de prêts hypothécaires à l'habitation. Sauf en ce qui concerne les banques à charte et les sociétés de fiducie ou de prêt hypothécaire, les chiffres de décembre 1975 sont des estimations.
⁽¹⁾ Ne comprend que les prêts hypothécaires à l'habitation.
⁽²⁾ Comprend les sociétés de prêt hypothécaire liées à des banques à charte.
⁽³⁾ Comprend les caisses populaires et crédit unions, les caisses de retraite, les sociétés de financement, une banque d'épargne opérant au Québec, les sociétés d'assurance-biens et d'assurance contre des risques divers, les fonds de placement immobilier et les fonds mutuels; données non désaisonnalisées.

Table III
Tableau III

Growth in consumer credit outstanding
Croissance du crédit à la consommation par catégories de prêteurs

	Billions of dollars December 1975 En milliards de dollars décembre 1975	Percentage change Variation en %			Annual rates, seasonally adjusted Taux annuels, données désaisonnalisées			
		December to December De décembre à décembre			1975			
		1973	1974	1975	1975	1975		
						I	II	
						I	II	
Chartered banks	13.2	24	22	22	19	25		Banques à charte
Sales finance and consumer loan companies	2.9	10	2	-2	-5	1		Sociétés de financement ou de prêt à la consommation
Credit unions and caisses populaires	3.2E	21	14	16E	16	16E		Caisses populaires et crédit unions
Other ⁽¹⁾	4.5E	12	16	11E	8	15E		Autres prêteurs ⁽¹⁾
Total	23.8E	19	16	15E	13	18E		Total

⁽¹⁾ Includes credit extended by the life insurance companies, trust and mortgage loan companies, 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⁾ Comprend les compagnies d'assurance-vie, les sociétés de fiducie et de prêt hypothécaire, 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, en ce qui concerne le crédit octroyé au moyen de leurs cartes de crédit, les sociétés pétrolières et certains autres émetteurs de cartes de ce genre.

Sources of financing

Over-all, the funds raised by major non-financial borrowers through the issue of long-term bonds accounted for nearly one third of the total financing in 1975, compared with less than one fifth in 1974, and of this amount more than 40 per cent was taken up by non-residents. Almost all of the remainder was lodged with the non-financial public: securities holding of financial institutions in total increased only marginally from the previous year (see Appendix Table I). With a substantially smaller part of the increase in borrowing in 1975 being met by financial institutions, the rate of growth of their combined major assets slowed (see Table IV). This slower growth was most evident in the chartered banks and sales finance and consumer loan companies; the non-bank deposit-taking institutions grew somewhat more rapidly than in 1974, while the contractual savings institutions continued to grow at about the same rate as they had for several years previously.

des concours provenant de ces sources représentait plus des trois quarts du financement global des entreprises, elle n'en constituait qu'un peu plus de la moitié en 1975 (voir Tableau III de l'Annexe).

Le volume des prêts hypothécaires est resté très élevé en 1975 et a même atteint un record pour l'ensemble de l'année (voir Tableau IV de l'Annexe). Les mises en chantier de logements, qui avaient fléchi durant la plus grande partie de 1974 et jusqu'au début de 1975, ont marqué une vive reprise au second semestre de l'année, et les emprunts destinés à financer l'achat de maisons existantes ont également augmenté. Le montant global des autorisations de prêt hypothécaire à l'habitation a enregistré en 1975 une augmentation de plus de 50%, dont bien plus de la moitié est imputable à l'accroissement des approbations de prêt sur des logements neufs. Les dépenses des ménages en biens durables et semi-durables ont connu également une vive hausse en 1975, particulièrement au second semestre. Ces achats ont été financés en partie par une nouvelle augmentation du crédit

Table IV
Tableau IV

Major assets of selected financial institutions
Principaux avoirs de certaines catégories d'institutions financières

	Billions of dollars December 1975 En milliards de dollars décembre 1975	Percentage change Variation en %			Annual rates, seasonally adjusted ⁽¹⁾ Taux annuels, données désaisonnalisées ⁽¹⁾			
		December to December De décembre à décembre			1975			
		1973	1974	1975	1975	1975		
						I	II	
						I	II	
Deposit-taking institutions Chartered banks ⁽²⁾	67.5	19	19	13	12	15		Institutions de dépôt Banques à charte ⁽²⁾
Trust and mortgage loan companies and Quebec savings bank	22.1E	23	16	17	17	18		Sociétés de fiducie ou de prêt hypothécaire et une banque d'épargne opérant au Québec
Credit unions and caisses populaires	12.4	16	25E	29	22E	16E		Caisses populaires et crédit unions
Sub-total	102.0E	21	18	16E	15	16E		Total partiel
Contractual savings institutions Life insurance companies Pension funds	21.6E	9	7	10E	11E	9E		Institutions d'épargne contractuelle Compagnies d'assurance-vie Caisses de retraite
Sub-total	20.0E	15	12	12E	14E	10E		Total partiel
Sales finance and consumer loan companies	41.6E	12	10	11E	12E	9E		Sociétés de financement ou de prêt à la consommation
Sub-total	9.7E	18	16	9	6	12		Total
Total	153.3E	18	16	14E	14E	14E		

⁽¹⁾ Data for trust and mortgage loan companies and sales finance and consumer loan companies are not seasonally adjusted.
⁽²⁾ Major Canadian dollar assets; average of Wednesdays.

⁽¹⁾ Les données relatives aux sociétés de fiducie, de prêt hypothécaire, de financement des ventes et de prêt à la consommation ne sont pas corrigées des variations saisonnières.
⁽²⁾ Principaux avoirs canadiens; moyenne des mercredis.

The slowdown in the rate of expansion of the chartered banks was evident in almost all of the major components of their asset portfolios (see Table V). Holdings of Canadian liquid and other short-term assets, after declining sharply in the early part of the year, increased somewhat in the second half, but over the year as a whole were virtually unchanged. The banks appeared willing to operate with a smaller liquidity margin and the "free" Canadian liquid asset ratio declined by about 1½ percentage points to about 8 per cent at the end of 1975. Less liquid Canadian assets also grew somewhat more slowly than in 1974, reflecting the very distinct moderation in the pace of bank lending in the first half of the year. As noted earlier this slowing occurred largely in their lending

à la consommation (voir Tableau V de l'Annexe). Sur l'ensemble de l'année 1975, le taux de croissance de l'encours des prêts à la consommation s'est établi à 15%, soit à un rythme voisin de celui de l'année 1974; si un certain ralentissement a été observé au premier semestre, il a fait place à une vive accélération au semestre suivant, qui a été caractérisé par une augmentation marquée des achats d'automobiles et d'appareils ménagers.

Sources de financement

Dans l'ensemble, le financement obtenu par les principales catégories d'agents économiques non financiers par voie d'émission d'obligations à long terme a constitué près d'un tiers du financement global octroyé en 1975, contre

Table V
Tableau V
Chartered bank selected assets
Quelques avoirs des banques à charte

	Average of Wednesdays, unless otherwise indicated. Moyenne des mercredis, sauf indication contraire.					
	Billions of dollars December 1975 En milliards de dollars Décembre 1975	Percentage change Variation en %			Annual rates, seasonally adjusted Taux annuels, données désaisonnalisées	
		December to December De décembre à décembre	1973	1974	1975 1975	I 1975
Canadian liquid assets (Canadian liquid assets, and other short-term Canadian assets ⁽¹⁾)	12.7 (13.8)	3 (1)	14 (19)	— (1)	-2 (-10)	2 (13)
Loans, mortgages and other investments	54.8	25	21	17	15	19
Canadian dollar loans	43.4	27	19	16	13	19
General loans	40.3	26	19	16	12	20
—unsecured personal ⁽²⁾	13.2	24	22	22	19	25
—business ⁽³⁾	23.2	27	20	13	11	15
Mortgages	7.6	34	33	28	28	28
Provincial, municipal and corporate securities ⁽³⁾	2.9	4	7	17	43	-3
Canadian dollar major assets	67.5	19	19	13	12	15
Memo: Business loans and foreign currency loans to residents plus commercial paper and bankers' acceptances ⁽⁴⁾	30.0	26	33	14	14	14

⁽¹⁾ Canadian liquid assets plus short-term paper and chartered bank instruments; not seasonally adjusted.
⁽²⁾ Month-end.
⁽³⁾ Excludes short-term paper; not seasonally adjusted.
⁽⁴⁾ Includes short-term paper issued by Canadian financial institutions affiliated with foreign banks.

⁽¹⁾ Avoirs liquides canadiens, plus le papier à court terme et les effets des banques à charte; données non désaisonnalisées.
⁽²⁾ En fin de mois.
⁽³⁾ Non compris le papier à court terme; données non désaisonnalisées.
⁽⁴⁾ Y compris le papier à court terme émis par les institutions financières canadiennes affiliées à des banques étrangères.

to businesses. Although there was some pickup in the growth of business loans in the latter part of the year, this was largely the result of a shift by some borrowers out of the paper market and into the banks with the marked narrowing in the differential between interest rates on short-term paper and bank prime lending rates. If demand for short-term credit is measured on broader basis to include in addition to business loans, foreign currency loans to residents, commercial paper and bankers' acceptances, the rate of growth of 14 per cent in the second half of the year was the same as in the first half and for the year as a whole was substantially lower than in 1974. It is worth noting, moreover, that much of the strength in bank business loans in the second half of the year was in term loans; this was consistent with the desire of corporate borrowers to lengthen the term structure of their liabilities.

Chartered bank lending to consumers, in line with the continued strong expansion of consumer expenditures, grew at much the same rapid pace in 1975 as in the previous year. Moreover, the banks' share of this market continued to advance rapidly and at the end of 1975 they accounted for nearly 55½ per cent of total consumer credit balances outstanding, an increase of 3 percentage points compared with the end of 1974.

The rate of growth of chartered bank mortgage holdings decelerated slightly in 1975, but nevertheless continued to be quite rapid. The banks' share of total mortgage market lending also continued to increase but not by as much as in the previous year. Based on available information, however, it appears that there was some acceleration in 1975 in the growth of loans granted through mortgage loan companies associated with chartered banks.

Among the non-bank deposit-taking institutions, the trust and mortgage loan companies experienced about the same rate of growth in their major assets as in 1974. Although their holdings of mortgages increased at a slightly slower pace than in the previous year, their share of over-all mortgage lending continued to increase. At the same time their holdings of bonds, which had declined in the previous two years, were about unchanged in 1975 while cash and other short-term assets increased more rapidly. The credit unions and caisses populaires, which had experienced a slowing in the rate of growth of their major assets in 1974, grew at a rapid pace in 1975, similar to that recorded over the 1971-73 period.

In total, currency outside banks and Canadian dollar deposits held by the public grew at much the same rate in 1975 as in 1974. However changes in chartered bank liabilities and in money supply statistics were distorted in the latter part of the year by the effects of the postal strike

moins d'un cinquième en 1974; de fait, plus de 40% de ce financement ont été fournis par des non-résidents. Quant à la portion restante, elle a été presque exclusivement octroyée par le secteur non financier: l'ensemble des portefeuilles-titres des institutions financières n'a que très faiblement augmenté par rapport à l'année précédente (voir Tableau I de l'Annexe). Les institutions financières ayant assuré une part considérablement moindre du financement octroyé en 1975, le taux de croissance de l'ensemble de leurs principaux avoirs a ralenti (voir Tableau IV). Ce phénomène a été des plus évidents dans le cas des banques à charte, des sociétés de financement ou de prêt à la consommation. Les institutions de dépôt parabancaires ont connu une croissance un peu plus rapide qu'en 1974, tandis que les institutions d'épargne contractuelle ont continué de se développer à peu près au rythme des années précédentes.

Le ralentissement du rythme d'expansion des banques à charte s'est manifesté au niveau de presque tous les grands compartiments de leur portefeuille (voir Tableau V). Les avoirs liquides canadiens et les avoirs réalisables à court terme, après avoir baissé fortement au début de l'année, ont augmenté quelque peu au second semestre, mais sur l'ensemble de l'année leur montant est demeuré pratiquement inchangé. Les banques ont semblé disposées à travailler avec de plus faibles marges de liquidité et le coefficient des avoirs liquides canadiens «libres» a baissé d'environ 1½ point de pourcentage pour s'établir à environ 8% à la fin de 1975. La croissance des avoirs canadiens de seconde liquidité a été un peu plus lente qu'en 1974, en raison du net ralentissement des prêts bancaires au premier semestre de l'année. Comme il a été mentionné auparavant, ce ralentissement a surtout affecté les prêts aux entreprises. La croissance de ce poste a enregistré une certaine reprise au second semestre de l'année, mais celle-ci était due surtout au fait que certains emprunteurs avaient abandonné le marché du papier pour s'adresser aux banques, par suite de l'amenuisement marqué de la marge existant entre les taux du papier à court terme et les taux de base des prêts bancaires. Si, pour évaluer la demande de crédit à court terme, on utilise un instrument de mesure plus vaste et qu'on considère, en plus des prêts aux entreprises, les prêts en devises étrangères aux résidents, le papier commercial et les acceptations bancaires, on obtient un taux de croissance de 14% pour le second semestre de l'année, donc un chiffre identique à celui du premier semestre, et beaucoup plus faible que celui de 1974. Il convient de faire remarquer en outre que le dynamisme dont a fait preuve le crédit bancaire octroyé aux entreprises au second semestre de l'année était surtout attribuable à la viabilité des prêts à terme, ce qui s'explique aisément si on pense au désir manifesté par les sociétés de prolonger l'échéance de leurs engagements.

on the timing of payments. The effects of the strike and of other developments as they relate to the growth of monetary aggregates during 1975 and the early part of 1976 are discussed in the Annual Report of the Governor for 1975. As shown in Appendix Table VI there was some restructuring over the year of the interest-bearing liabilities of deposit-taking institutions. In 1974, these institutions had relied to a very large extent on fixed term deposits. However, with the decline in interest rates early in 1975, there was a substantial shift by the public out of these instruments, the terms to maturity of which were for the most part very short, into other interest-bearing deposits, in particular non-chequable savings deposits. With interest rates generally rising throughout the second half of the year, the public's holdings of fixed term deposits again grew quite rapidly, but over the year as a whole the growth of these holdings was substantially slower than in 1974.

* * *

Information available on credit flows in the early months of 1976 is still very sketchy, nevertheless it appears that the pace of financing by major non-financial borrowers has picked up somewhat. The demand for short-term credit, particularly at the chartered banks, increased markedly in January-February. Borrowing in long-term forms by both the provincial-municipal and business sectors has continued to run at about the same high rate as in the final months of 1975; indeed recourse to foreign borrowing by these sectors appears to have increased during January-February.

Parallèlement à la forte expansion affichée une fois de plus par les dépenses à la consommation, les prêts bancaires à la consommation se sont accrus en 1975 à un rythme tout aussi rapide que celui de l'année précédente. En outre, les banques ont continué d'accroître considérablement leur part du marché des prêts à la consommation et, vers la fin de 1975, les prêts bancaires de cette catégorie représentaient 55½% de l'encours du crédit à la consommation, ce qui constitue une augmentation de 3 points de pourcentage par rapport à la fin de 1974.

La progression des portefeuilles hypothécaires des banques à charte s'est ralenti légèrement en 1975, mais est demeurée assez rapide. Au cours de cette période, les banques ont également accru leur part du marché hypothécaire, mais dans une mesure moindre que l'année précédente. Les informations disponibles donnent à penser que l'accroissement des prêts accordés par les sociétés de prêt hypothécaire liées à des banques à charte s'est quelque peu accéléré.

Au chapitre des institutions de dépôt non bancaires, les sociétés de fiducie ou de prêt hypothécaire ont vu leurs principaux avoirs s'accroître à un rythme voisin de celui de 1974. Si les portefeuilles hypothécaires de ces institutions se sont gonflés à un rythme plus lent que celui de l'année précédente, celles-ci n'ont pas moins continué d'accroître légèrement leur part du marché hypothécaire. Parallèlement, leurs portefeuilles d'obligations, qui avaient accusé une baisse au cours des deux années précédentes, n'ont guère changé en 1975, tandis que leurs encaisses et leurs avoirs à court terme augmentaient plus rapidement. Les caisses populaires et les credit unions, dont le rythme de croissance des principaux avoirs avait ralenti en 1974, ont connu en 1975 une expansion rapide, comparable à celle qu'elles avaient enregistrée durant les années 1971-1973.

L'ensemble de la monnaie hors banques et des dépôts en dollars canadiens du public s'est accru en 1975 à peu près au même rythme qu'en 1974. Cependant, les variations des postes du passif des banques à charte et des statistiques de la masse monétaire ont été quelque peu faussées au dernier trimestre de l'année par les effets qu'a eus la grève postale sur le calendrier des paiements. Les incidences de cette grève et de certains autres développements sur la croissance des agrégats monétaires en 1975 et durant les premiers mois de 1976 sont examinées dans le Rapport annuel du Gouverneur pour l'année 1975. Comme on peut le voir au Tableau VI de l'Annexe, les institutions de dépôt ont apporté certaines modifications à la structure du passif-dépôts sur lequel elles versent un intérêt. En 1974, ces institutions avaient dépendu dans une forte mesure des dépôts à terme fixe. Cependant, par suite de la baisse

des taux d'intérêt qui s'est produite au début de 1975, ces instruments, dont le terme était dans l'ensemble très court, ont suscité beaucoup moins d'intérêt chez le public, qui s'est alors tourné vers d'autres formes de dépôts productifs d'intérêt, en particulier vers les dépôts d'épargne sans droit de tirage par chèque. Les taux d'intérêt s'étant en général inscrits en hausse tout au long du second semestre, les dépôts à terme fixe du public se sont de nouveau accrus assez rapidement, mais sur l'ensemble de l'année leur croissance aura été beaucoup plus lente qu'en 1974.

* * *

Les informations disponibles sur les flux du crédit pour les premiers mois de 1976 sont encore très imprécises, mais il semble que le rythme du financement octroyé aux principaux agents économiques non financiers se soit redressé quelque peu. La demande de crédit à court terme, particulièrement de crédit bancaire, a augmenté fortement en janvier et en février. Les emprunts à long terme des administrations provinciales et municipales d'une part, et des entreprises d'autre part, ont continué de s'accroître à un rythme presque aussi accéléré que celui des derniers mois de 1975; de fait, les appels de ces secteurs aux sources de financement de l'étranger semblent s'être accrus en janvier et en février.

	Percentage change Variation en %					
	December to December De décembre à décembre			Annual rates, seasonally adjusted Taux annuels, données désaisonnalisées		
Billions of dollars December 1975 En milliards de dollars décembre 1975	1973	1974	1975*	1975	1975	
	1973	1974	1975*	1975	1975	
Currency and demand deposits	18.8	12	6	23	22	24
Other chequeable deposits:						
At chartered banks	7.1	5	-7	10	12	7
At other institutions	6.4	14	5	29	38	20
Sub-total	32.4	10	2	21	23	19
Non-chequeable savings accounts:						
At chartered banks	16.3	9	23	37	76	7
At other institutions	6.0	10	9	21	35	9
Sub-total	22.3	9	18	33	64	8
Fixed-term liabilities:						
At chartered banks	24.1	39	32	5	-12	25
Personal	11.0	65	42	-10	-29	15
Non-personal	13.1	20	23	22	10	35
At other institutions	19.6	33	25	16	10	22
Sub-total	43.7	36	29	10	-3	24
Currency and Canadian dollar chartered bank deposits	66.3	18	17	17	15	19
Currency and total Canadian dollar deposits	98.4	20	17	18	17	18
Foreign currency bank deposits of residents	4.3	97	74	-14	-28	3
Total	102.7	22	19	16	15	18

*In 1975 the series on money supply are distorted by the effects of the mail strike in the fourth quarter of the year. By February 1976 these distortions had been largely unworked and the increase in currency and demand deposits from the same month a year earlier was 15 per cent; for currency and total Canadian dollar chartered bank deposits held by the public the increase was 16 per cent.

*En 1975, les statistiques de la masse monétaire ont été relativement faussées par les effets de la grève qui a paralysé le service postal au dernier trimestre de l'année. En février 1976, mois durant lequel les perturbations imputables à cette grève avaient disparu dans une large mesure, l'augmentation de la monnaie hors banques et des dépôts à vue par rapport au mois de février de l'année antérieure s'établissait à 15% dans le cas de la monnaie hors banques et l'ensemble des dépôts en dollars canadiens, l'augmentation avait été de 16%.

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 5 March 1976

The Bank of Canada announced today that the Bank Rate is being raised from 9 per cent to 9½ per cent effective March 8, 1976. It was set at 9 per cent effective September 3, 1975.

The Governor of the Bank of Canada, Mr. Gerald K. Bouey, said that the Bank is firmly committed to a policy of keeping the rate of monetary expansion within moderate limits.

The underlying rate of monetary expansion in Canada was obscured from mid-October until mid-January by the temporary ballooning of the money supply statistics under the impact of the postal strike. In recent weeks it has become apparent that the trend of monetary expansion since last spring has been and remains unacceptably high. The Bank, therefore, has been acting to correct this situation by keeping the supply of cash reserves to the banking system under a tighter rein. One of the consequences has been renewed upward pressure on short-term interest rates in Canada and it is now necessary to raise the Bank Rate to keep it in line with related money market rates.

Measured from its second quarter 1975 average level to February 1976 the money supply, defined as currency and demand deposits, has grown at an annual rate of 15½ per cent. This is substantially higher than the 10 per cent a year trend rate of growth of the money supply over the previous two years. Monetary expansion at a rate of 15 per cent a year or higher risks accommodating a rate of inflation in Canada fully as rapid as it has been over the past year.

Last October the Bank indicated that in the circumstances the trend of money supply growth should lie within a range of not less than 10 per cent a year but below 15 per cent. The objective was to provide enough monetary expansion to accommodate reasonable growth in economic activity with some slackening of the rate of inflation. If the path of monetary expansion is to be consistent with the decline in Canada's inflation rate envisaged in the Government's anti-inflation programme, this target range will have to be lowered gradually over time.

In recent months an unusually wide differential has emerged between short-term interest rate levels in Canada and in the United States. The differential, now of the order of 4 percentage points, has widened since September mainly because of a decline in short-term interest rates in the United States. At the root of this difference is the fact that economic developments in Canada have diverged to an unusual extent from developments in the United States over the past two years or so. The level of economic activity in Canada has been higher and the increases in money incomes and in prices have been much greater here. These differences are clearly reflected in the financial area. In the United States the demand for bank loans has been weak for some time now while in Canada it has been relatively strong, and it has strengthened markedly in recent weeks. In the United States the money supply has tended to grow at a slower pace than has been sought whereas in Canada the opposite is the case. In these unusual circumstances a wide divergence of short-term interest rates in the two countries is not surprising.

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 5 mars 1976

La Banque du Canada a annoncé aujourd'hui un relèvement de son taux d'escompte, qui passe à 9½% à compter du 8 mars 1976. Ce taux avait été fixé à 9% le 3 septembre 1975. Le Gouverneur de la Banque du Canada, M. Gerald K. Bouey, a déclaré que la Banque est fermement décidée à mener une politique visant à maintenir le taux de l'expansion monétaire dans des limites modérées.

Le taux fondamental de l'expansion monétaire au Canada a été masqué de la mi-octobre à la mi-janvier par le gonflement temporaire, attribuable à la grève des services postaux, des statistiques relatives à la masse monétaire. Depuis quelques semaines, il est manifeste que la tendance enregistrée par l'expansion monétaire depuis le printemps de l'année dernière est et demeure trop élevée pour être acceptable. Aussi, la Banque vise-t-elle depuis à corriger cette situation en durcissant sa politique en matière d'octroi de réserves-encaisses au système bancaire. Il en est résulté notamment une nouvelle pression à la hausse sur les taux d'intérêt à court terme au Canada, et il est devenu nécessaire de relever le taux d'escompte de la Banque du Canada pour l'aligner sur les taux connexes du marché monétaire.

Si on en compare le volume moyen pour le deuxième trimestre de 1975 à celui de février 1976, il ressort que la masse monétaire, définie comme l'ensemble de la monnaie hors banques et des dépôts à vue, a augmenté à un taux annuel de 15½%. Ce chiffre est de loin plus élevé que le taux trimestriel de croissance de la masse monétaire sur les deux années antérieures, qui a été de 10%. Une expansion monétaire tout aussi rapide que celui qui a été enregistré l'année dernière.

En octobre dernier, la Banque avait émis l'avis qu'étant donné les circonstances, le taux de croissance de la masse monétaire ne devrait pas être de moins de 10%, sans toutefois pouvoir atteindre les 15%. L'objectif était de permettre une expansion monétaire suffisante pour assurer une croissance raisonnable de l'activité économique conjuguée à une certaine atténuation du rythme d'inflation. Si le profil de l'expansion monétaire doit correspondre au ralentissement de l'inflation recherché par le programme anti-inflationniste du gouvernement, il faudra progressivement abaisser la fourchette des taux limites mentionnés plus haut.

Au cours des derniers mois, l'écart entre les taux d'intérêt à court terme au Canada et aux États-Unis a pris une ampleur exceptionnelle. Cet écart, qui est maintenant de l'ordre de 4 points de pourcentage s'est accru depuis septembre, en raison principalement du fait que du loyer de l'argent à court terme aux États-Unis. Cette situation s'explique par le fait que l'évolution économique au Canada a divergé dans des proportions exceptionnelles de l'évolution économique aux États-Unis au cours des quelque deux dernières années. Le niveau de l'activité économique a été plus élevé au Canada et l'augmentation des revenus et des prix nominaux a été de loin plus rapide dans notre pays. Ces différences se reflètent dans le domaine financier. Aux États-Unis, la demande de crédit vient en fait de se raffermir nettement ces dernières semaines. Aux États-Unis, la masse monétaire a eu tendance à augmenter à un rythme plus lent que celui qui avait été visé, tandis qu'au Canada c'est le contraire qui s'est produit. Dans des circonstances aussi exceptionnelles, l'apparition d'un écart considérable entre les taux d'intérêt à court terme dans les deux pays n'a rien de surprenant.

Cover:

Brunswick-Lüneburg silver mining thaler 1756

Prior to the 19th century, paper money was virtually non-existent while cheques were a still later development. Coinage was thus the medium of exchange used in virtually all commercial transactions, large and small. The larger transactions were made with silver and gold coins. The pages of history are filled with accounts of attempts by governments to maintain an adequate supply of coins. One economical practice that was followed, particularly in some German States in the 18th century, was to establish a mint right at a mine site so that the coins could be struck without having to ship the metal any distance. The coin illustrated on the cover is a 'mining' thaler from the Goodness of the Lord Mine, which was located in Brunswick-Lüneburg in the north central area of Germany. The design portrays the mine and above, the alchemical symbols of the metals produced with the rays of the sun shining through the clouds. The inscription across the top, DIE ERDE IST VOLL DER GÜTE DES HERRN. (The earth is full of the goodness of the Lord) is an interesting play on words, combining both a slogan for the mine and a blessing on the mine. This piece is in the National Currency Collection of the Bank of Canada. Photography by J.A. Haxby, Bank of Canada.

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. CN ISSN 0045-146

Couverture:

Thaler «minier» en argent du Brunswick-Lunebourg, 1756

Avant le XIX^e siècle, la monnaie de papier était presque inconnue; quant au chèque, il ne devait apparaître que plus tard. La pièce de monnaie métallique était donc pour ainsi dire l'unique moyen de paiement utilisé dans les opérations commerciales, petites ou grandes. Pour les transactions importantes, il était fait usage de pièces d'or et d'argent. Les exemples fourmillent de gouvernements qui se sont efforcés d'assurer le maintien en circulation d'une quantité suffisante de pièces de monnaie. Au XVIII^e siècle, certains États allemands, entre autres, avaient adopté un système avantageux consistant à installer un atelier à proximité d'une mine, ce qui permettait de battre monnaie sans devoir transporter de métal. La pièce reproduite en couverture est un thaler «minier» provenant de la mine «Largesses du Seigneur», située au Brunswick-Lunebourg, dans la partie septentrionale de l'Allemagne. Elle montre l'entrée de la mine, surmontée des symboles alchimiques des métaux produits et éclairée par des rayons de soleil perçant les nuages. La légende au haut de la pièce, DIE ERDE IST VOLL DER GÜTE DES HERRN (La terre regorge des largesses du Seigneur), forme un jeu de mots intéressant, puisqu'il réunit un slogan publicitaire et une bénédiction divine. Cette pièce fait partie de la Collection nationale de monnaies. Photographie: J.A. Haxby, Banque du Canada.

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. CN ISSN 0045-146

Major developments in the Canadian balance of payments in 1975

In 1975 Canada's balance of payments was in large measure shaped by the divergence between economic and financial developments in this country and developments in most other industrial countries and by the impact of the changing energy situation. These influences were largely responsible for the substantial increase in the current account deficit from \$1.6 billion in 1974 to \$5.1 billion in 1975. A rapid widening of the deficit had begun in the spring of 1974 and by the fourth quarter of the year it was running at a seasonally adjusted annual rate of \$4 billion. A further widening occurred in the first quarter of 1975 and the deficit fluctuated around an annual rate of \$5 billion throughout the remainder of the year. Even though the growth of imports in 1975 was much slower than in 1974, the relatively greater strength of domestic demand in Canada compared with most other countries kept import demand at a comparatively high level. At the same time markets for a wide range of Canadian products remained depressed and the volume of exports continued to decline. These cyclical influences appear to be moderating with the recovery in economic activity in the industrial world; however, there are important offsetting forces of a longer term character at work, in particular the swing into deficit on trade in crude oil and the sharply rising trend of service payments.

On the capital side of the balance of payments, there was a huge increase in capital inflows in 1975 as the divergence in the performance of the Canadian economy and that of other countries was also reflected in financial markets. Demand for credit in Canada continued to be strong and interest rates rose, particularly in the second half of the year, while in the United States and Europe interest rates generally declined in 1975. The substantial widening of long-term interest rate differentials encouraged much larger sales of bonds abroad and net capital inflows were sufficient to cover most of the current account deficit.

Aperçu de l'évolution de la balance canadienne des paiements en 1975

En 1975, la balance des paiements du Canada a reflété dans une large mesure, d'une part, l'orientation différente de l'évolution économique et financière dans notre pays par rapport à la plupart des autres pays industrialisés et, d'autre part, la modification de la situation énergétique. Ces facteurs ont été en grande partie à l'origine de l'accroissement considérable du déficit des paiements courants, passé de 1.6 milliard de dollars en 1974 à 5.1 milliards en 1975. Ce déficit avait commencé à se creuser rapidement au printemps de 1974 et au dernier trimestre de l'année il était, en chiffres annuels désaisonnalisés, de l'ordre de 4 milliards de dollars. Il s'accrut de nouveau au premier trimestre de 1975 pour fluctuer pendant le restant de l'année autour des 5 milliards, en chiffres annuels. Encore que la croissance des importations ait été bien plus lente en 1975 qu'en 1974, la vigueur relative de la demande intérieure, comparativement à la plupart des autres pays, a maintenu la demande de produits importés à un niveau élevé. Parallèlement, les marchés d'un grand nombre de produits canadiens sont restés déprimés, de sorte que le volume des exportations a continué de se contracter. Ces éléments de nature cyclique semblent s'atténuer à la faveur de la reprise de l'activité économique dans les pays industrialisés; toutefois, des facteurs négatifs de nature plus durable interviennent également, en particulier l'apparition d'un déficit dans les échanges de pétrole brut et la tendance à l'escalade des paiements au titre des services.

Au chapitre de la balance des capitaux, il y a eu en 1975 un accroissement massif des entrées de fonds, l'écart entre le comportement de l'économie canadienne et celui des autres pays se répercutant également sur les marchés financiers. La demande de crédit a continué d'être forte au Canada, et le loyer de l'argent s'y est inscrit en hausse - particulièrement au second semestre de l'année -, alors que les taux d'intérêt baissaient en général aux États-Unis et en Europe. L'accroissement notable de l'écart entre les taux d'intérêt à long terme pratiqués dans notre pays et ailleurs a fortement stimulé les ventes d'obligations à l'étranger, de sorte que les entrées nettes de capitaux ont été suffisantes pour éponger la plus grande partie du déficit des paiements courants.

Table 1
Tableau 1

Summary of the Canadian balance of international payments
Aperçu de la balance des paiements du Canada

	Billions of dollars		En milliards de dollars		1974		1975		
	1971	1972	1973	1974	1975	1974	1975		
						I	II	I	II
Current account									
Merchandise trade									
Exports	17.9	20.1	25.4	32.4	33.1	15.5	16.9	16.4	16.7
Imports	15.3	18.3	22.7	30.9	33.9	14.5	16.4	17.2	16.7
Balance	2.6	1.9	2.7	1.5	-0.8	1.0	0.5	-0.9	0.1
Services and transfers	-2.1	-2.3	-2.7	-3.2	-4.3	-1.7	-1.4	-2.2	-2.1
Current account balance	0.4	-0.5	-	-1.6	-5.1	-0.7	-0.9	-3.0	-2.1
Capital movements									
Long-term	-.5	1.7	.4	1.0	3.7	.4	.6	1.0	2.6
Short-term	-0.1	-1.0	-0.9	0.6	1.0	.6	-	1.4	-0.4
Total	.3	.7	-0.5	1.7	4.7	1.1	.6	2.5	2.2
Allocations of SDRs	.1	.1	-	-	-	-	-	-	-
Changes in official reserves	.9	.3	-0.5	-	-0.4	.3	-0.3	-0.5	.1

Current account

The past two years have seen a dramatic change in Canada's current account position. The \$5.1 billion deficit in 1975 was in sharp contrast to the surpluses or small deficits recorded in the early 1970s. At 3.3 per cent of GNE the 1975 deficit represented the highest percentage since the 1956-59 period. Much of the deterioration in 1975 was concentrated in the merchandise trade account, which swung from a surplus of \$1.5 billion in 1974 to a deficit of \$0.8 billion. At the same time the deficit on services and transfers widened by \$1.1 billion, or by as much as in the three previous years combined.

The world-wide recession brought an appreciable decline in the volume of world trade in 1975 and a marked slowing of the rise in prices. These developments were reflected in Canada's merchandise trade. The volume of exports declined by 7 per cent compared with a year earlier, though there was some renewal of growth late in the year. The 5 per cent decline in the volume of imports was more moderate, and reflected the relatively mild recession in Canada. At the same time the year-to-year increase in export prices of 10 per cent in 1975 was considerably less than the 16 per cent rise in import prices largely because world prices of primary commodities, which account for a significant share of Canadian exports, rose less rapidly than international prices of manufactured goods. As can be seen in Chart I, the terms of trade, which had moved strongly in Canada's favour during the commodity boom from mid-1972 to mid-1974, began to move in the opposite direction in the second half of 1974. This movement in the terms of trade against Canada continued through the first

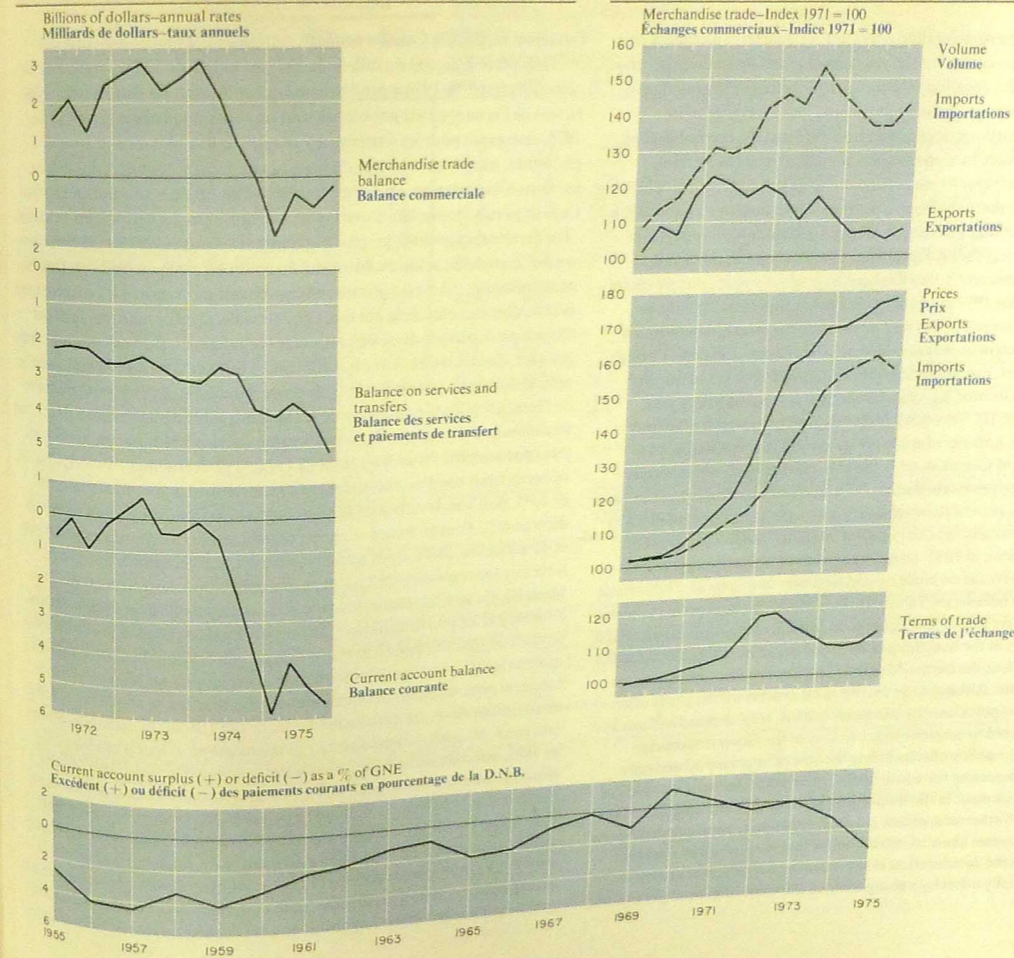
La balance courante

Au cours des deux dernières années, la balance des paiements courants au Canada s'est radicalement transformée. Le déficit de 5.1 milliards de dollars enregistré en 1975 contraste vivement avec les excédents ou les faibles déficits des premières années de la présente décennie. Équivalant à 3.3% de la D.N.B., le déficit de 1975 a été, en proportion de cet agrégat, le plus élevé jamais observé depuis la période 1956-1959. La détérioration survenue en 1975 a été en grande partie le fait du revirement de la balance commerciale, passée d'un excédent de 1.5 milliard de dollars en 1974 à un déficit de 0.8 milliard. Au cours de la même période, le déficit des services et paiements de transfert s'est accru de 1.1 milliard, c'est-à-dire autant qu'au cours de l'ensemble des trois années antérieures.

La récession mondiale s'est traduite en 1975 par un rétrécissement considérable du volume des échanges internationaux et par un ralentissement marqué de la hausse des prix. Les échanges commerciaux du Canada en ont subi le contrecoup. Les exportations en volume ont diminué de 7% comparativement à l'année précédente, mais ont quelque peu recommencé à croître vers la fin de l'année. La réduction du volume des importations a été plus modérée, 5%, la récession ayant été relativement peu brutale au Canada. En même temps, la hausse des prix à l'exportation de 1974 à 1975 a été de 10%, donc bien moindre que celle des prix à l'importation qui, elle, a atteint les 16%, du fait surtout que les cours mondiaux des matières premières, qui constituent une forte proportion des exportations canadiennes, ont augmenté moins vite que les prix internationaux des produits manufacturés. Comme on peut le voir au Graphique I, la variation des termes de l'échange, qui avait

Chart I Current account of the balance of payments
Graphique I Balance des paiements courants

Seasonally adjusted Données désaisonnalisées



half of 1975, with the deterioration over the four quarters amounting to 9 per cent. In the second half of the year higher prices for natural gas and certain other exports, together with an easing in prices of imported manufactured goods, brought some improvement in the terms of trade.

One of the more striking developments in 1975 was the marked decline in the surplus on trade in crude petroleum; indeed, it accounted for about half of the adverse swing in the merchandise trade balance. This change appears to mark the beginning of a long-term deterioration in the trade balance in energy products. Forecasts of domestic oil supply and demand point to a growing dependence by Canada on imports and, in view of this, government policy has been to gradually phase down exports of crude oil. In late 1974 it was announced that exports would not be allowed to increase in the first half of 1975 and this was followed by a 6 per cent reduction in quotas at mid-year. The volume of exports through the year, however, ran well below the ceilings established and for the year as a whole showed a 22 per cent decline compared with a year earlier (see Table II). This sharp drop was largely the result of official pricing policies. Exports of crude oil are subject to a tax designed to bring the price of Canadian oil in the U.S. market up to international levels and the prices established in 1975, particularly for some of the heavier grades, proved to be relatively high with a consequent fall-off in demand. At the same time the value of crude oil imports increased by about one quarter in 1975, mainly as a result of higher average prices. The balance of trade on crude oil consequently swung by \$1.2 billion to a deficit of \$0.3 billion (see Table III). This deficit can be expected to widen substantially further in 1976; quotas on exports of crude oil were lowered by 27 per cent at the beginning of 1976 and are to be reduced by a further 25 per cent when the Sarnia-Montreal pipeline becomes operational in the near future. Although the decline in oil exports will be partly offset by reduced imports into the Montreal market, total demand in Canada can be expected to continue to grow. One of the factors influencing demand is the policy of subsidizing the cost of imported oil and only gradually increasing the administered price in the domestic market. An upward adjustment in the domestic price was made in the middle of last year and a further adjustment may occur this year; nonetheless the price in Canada seems likely to remain below that in many other countries. Although the deterioration in the balance on crude oil at present is being partially offset by a rising trend in the value of natural gas exports,

fortement favorisé le Canada pendant la période d'explosion du prix des matières premières, soit du milieu de 1972 au milieu de 1974, commença au second semestre de 1974 à produire un effet contraire. La détérioration des termes de l'échange s'est poursuivie tout au cours du premier semestre de 1975, atteignant pour les 4 trimestres un taux de 9%. Au second semestre de l'année, toutefois, la hausse du prix du gaz naturel et de certains autres produits d'exportation, associée à une baisse du prix des produits manufacturés importés, donna lieu à une légère amélioration des termes de l'échange.

Un des développements les plus frappants survenus en 1975 a été l'amenouissement marqué du solde excédentaire du commerce de pétrole brut. De fait, ce phénomène, qui explique approximativement pour moitié le renversement défavorable du solde de la balance commerciale, semble marquer le début d'une longue période de détérioration des échanges au titre des produits énergétiques. Les prévisions en ce qui concerne l'offre et la demande nationale de pétrole donnent à penser que le Canada deviendra de plus en plus tributaire de l'étranger pour la couverture de ses besoins, et c'est en prévision de cet état de choses que la politique des pouvoirs publics vise à réduire graduellement les exportations de brut. Vers la fin de 1974, le gouvernement annonçait qu'il ne permettrait pas d'accroissement des exportations au premier trimestre de 1975, puis vers le milieu de 1975 les contingents à l'exportation furent réduits de 6%. Tout au long de l'année, cependant, le volume des exportations resta nettement en-deçà des maxima prévus et, sur l'ensemble de l'année, il accusa une régression de 22% par rapport à l'année antérieure (voir Tableau II). Ce vil fléchissement résulte pour beaucoup de la politique de prix adoptée par les pouvoirs publics. Les exportations de pétrole brut sont assujetties à une taxe destinée à porter le prix du pétrole canadien sur le marché américain au niveau des prix internationaux et les prix établis en 1975, notamment pour certaines des catégories les plus lourdes, se sont ainsi révélés relativement élevés, ce qui a eu pour effet de faire fléchir la demande. Simultanément, les importations de brut ont augmenté en valeur d'environ 25% en 1975, par suite surtout de la hausse des prix moyens. Aussi le solde des échanges de brut s'est-il réduit de 1.2 milliard, passant d'une situation excédentaire à un déficit de 0.3 milliard (voir Tableau III). Ce déficit est appelé à se creuser encore considérablement en 1976, le contingentement des exportations ayant réduit les expéditions de brut de 27% au début de 1976, et devant les diminuer encore de 25% dès que le pipeline Sarnia-Montreal sera mis en exploitation. Bien que la baisse des exportations doive être en partie compensée par une baisse des importations à destination du marché montréalais,

Table II
Tableau II Merchandise trade by major commodity group
Ventilation des échanges commerciaux par principales catégories de produits

	Value, billions of dollars Valeur, en milliards de dollars			Percentage change Variation en %							
	1973 1973	1974 1974	1975 1975	Volume Volume			Price Prix				
				1973 1973	1974 1974	1975 1975	1973 1973	1974 1974	1975 1975		
EXPORTS											
Farm and fish products	3.3	4.1	4.2	1.9	4.3	6.0	40.5	16.7	-3.2		
Crude petroleum	1.6	3.6	3.0	-10.5	-20.4	-21.9	67.8	188.9	8.6		
Natural gas	0.4	0.5	1.2	5.6	-7.3	2.3	23.6	55.2	122.0		
Softwood lumber	1.6	1.3	0.9	3.4	-14.5	-20.9	33.7	-5.9	-4.4		
Other forest products	2.9	4.3	4.1	4.5	5.9	-22.2	14.0	37.5	23.3		
Metals and minerals	4.8	6.1	5.8	15.3	-1.4	-13.1	14.9	29.0	10.3		
Chemicals and fertilizers	0.7	1.0	1.0	15.1	5.3	-12.6	6.0	31.1	20.6		
Automotive products	5.3	5.6	6.3	12.4	-2.1	5.7	1.1	8.1	6.9		
Other manufactured products (incl. re-export)	4.9	6.0	6.5	19.2	-17.2	-11.4	3.6	48.4	21.8		
Total	25.4	32.4	33.1	10.4	-4.9	-6.8	14.4	33.9	9.7		
IMPORTS											
Crude petroleum	0.9	2.6	3.3	18.0	-10.3	1.7	18.4	214.6	21.8		
Other fuels, industrial and construction materials	6.1	8.9	8.6	13.0	14.0	-15.9	15.7	27.7	15.0		
Machinery and equipment	5.2	6.5	7.6	11.8	13.2	-0.5	4.2	11.3	18.0		
Automotive products	6.2	7.2	8.4	19.2	7.4	0.9	2.6	8.7	16.2		
Food	1.6	2.2	2.3	11.8	3.1	-0.3	19.7	29.3	7.4		
Other consumer goods	2.7	3.4	3.6	16.0	13.9	-7.7	5.7	11.4	14.0		
Total	22.7	30.9	33.9	14.9	10.3	-5.0	8.3	23.2	15.5		

Note: The value figures are on a balance of payments basis; the price and volume changes are calculated from indexes based on commodity data on a 'Trade of Canada' basis.

Nota: Les données en valeur sont exprimées en termes de balance des paiements; les variations de volume et de prix sont obtenues à partir d'indices tirés de données sur les matières premières publiées dans le Commerce du Canada.

Table III
Tableau III Selected trade balances
Soldes de quelques postes de la balance commerciale

	Millions of dollars En millions de dollars					Half-years, seasonally adjusted annual rates Semestres, taux annuels désaisonnalisés					
	1971		1973		1974		1975		1975		
	1971	1972	1973	1974	1975	1974	1975	I	II		
BALANCES											
Crude petroleum	260	361	610	920	-280	693	1,145	-927	366		
Natural gas	257	310	360	520	1,170	398	642	930	1,410		
Automotive products	-74	-410	-907	-1,633	-2,125	-1,459	-1,806	-1,995	-2,254		
Other goods	2,120	1,596	2,657	1,712	440	3,000	425	972	-92		
Total	2,563	1,857	2,720	1,519	-795	2,632	406	-1,020	-570		
										SOLDES	
										Pétrole brut	
										Gas naturel	
										Produits de l'industrie automobile	
										Autres biens	
										Total	

this is not expected to continue over the longer run. No major new commitments for the export of natural gas have been authorized in recent years and prices are being adjusted upward rapidly towards parity with crude oil (on a British Thermal Unit basis). In 1975 prices were raised in three steps to more than two and a half times their level at the end of 1974, and since demand is relatively inelastic, the value of natural gas exports more than doubled to \$1.2 billion. In the period immediately ahead, the value of natural gas exports will continue to rise as prices are adjusted upward; however, price parity with oil is expected to be reached by the end of 1978. In addition longer term forecasts of natural gas supply and demand through to the mid-1980s indicate that, though developments in the north are likely to add to supplies, the additional reserves are likely to be no more than adequate to cover prospective demand in Canada plus current export commitments.

Turning to trade in other products, by far the most important influence contributing to the weakness of exports in 1975 was the low level of economic activity in the major industrial countries. In the United States, though activity began to recover in the second half of the year, industrial production by the second quarter of 1975 had fallen by 13 per cent from its peak in the second quarter of 1974. Other major industrial countries, in particular Japan, also experienced a marked contraction in industrial production in 1974-75. In view of the weak demand in our major markets it is not surprising that exports of a wide range of products declined in volume terms in 1975. In addition strikes in Canada may have had the effect of further reducing the export of some commodities during the year. Beginning in July, production in the paper and allied industries was affected by widespread strikes which by the end of the year had resulted in a loss of over 2 1/2 million man-days. The precise impact of these strikes on exports of forest products is, however, difficult to determine as markets were generally weak and substantial inventories had been built up, both by Canadian producers and by customers in the United States, in anticipation of the labour problems. Nevertheless, these supply and demand factors together led to a decline of more than 20 per cent in the volume of lumber and other forest products exported in 1975, though the decline in the value of the latter was not as sharp since average prices for forest products other than lumber were significantly higher in 1975.

In recent years motor vehicles and parts have accounted for nearly one-fifth of total exports; thus developments in this area are particularly important. In 1975 the value of such exports increased by \$0.7 billion to

on peut s'attendre à ce que la demande globale canadienne continue de s'accroître. Un des facteurs qui influent sur la demande est la politique qui consiste, d'une part, à subventionner le coût du pétrole importé et, d'autre part, à ne relever que progressivement le prix administré en vigueur sur le marché intérieur. Le prix intérieur a été ajusté en hausse vers le milieu de l'an dernier et sera peut-être encore une autre fois majoré cette année; néanmoins, le prix du pétrole semble devoir rester plus bas au Canada que dans beaucoup d'autres pays.

La détérioration des échanges de pétrole brut est actuellement compensée en partie par une hausse tendancielle des exportations en valeur de gaz naturel, mais on ne s'attend pas que cette situation se maintienne longtemps. Au cours des dernières années il n'a pas été accordé d'autorisation de contracter de nouveaux engagements à vendre des quantités importantes de gaz naturel à l'étranger et les prix sont en train de rattraper rapidement ceux du pétrole brut, en terme d'unités thermiques britanniques (B.T.U.). En 1975 les prix ont été relevés à trois reprises pour s'établir à plus de deux fois et demie leur niveau de fin 1974, et vu que la demande est relativement inélastique, les exportations de gaz naturel ont atteint 1.2 milliard de dollars, donc plus que doublé. Ce chiffre va continuer de s'accroître dans le proche avenir à mesure que les prix s'ajusteront à la hausse; toutefois, il est prévu que le prix du gaz naturel aura rattrapé celui du pétrole brut au plus tard à la fin de 1978. De plus, selon des prévisions à long terme sur l'offre et la demande de gaz naturel d'ici au milieu des années quatre-vingts, il est permis de penser que les réserves additionnelles qui pourraient provenir d'exploitations nouvelles dans le grand Nord seront à peine suffisantes pour satisfaire la demande intérieure et pour honorer les engagements déjà contractés avec les clients de l'étranger.

En ce qui concerne les autres produits, la cause de loin la plus importante de la faiblesse des exportations en 1975 a été le bas niveau de l'activité économique dans les principaux pays industrialisés. Aux États-Unis, bien que l'activité eût commencé à se redresser au second semestre de l'année, la production industrielle était au second trimestre de 1975 inférieure de 13% au sommet atteint au deuxième trimestre de 1974. D'autres grands pays industrialisés, le Japon notamment, ont également enregistré une contraction sensible de la production industrielle en 1974-1975. Si l'on considère la faiblesse de la demande sur nos principaux marchés, il n'est pas surprenant que les exportations d'un grand nombre de produits aient diminué en volume en 1975. En outre, il est possible que les grèves survenues au Canada aient eu pour effet de réduire davantage les exportations de certaines matières

\$6.3 billion. However, more than half of the increase was due to higher prices. The car market in the United States remained depressed through most of the year and the volume of Canadian exports to that market was unchanged from the low level of 1974, though there was a marked increase in shipments to other markets, particularly Venezuela and Iran. Car sales in the United States have been strengthening recently with the upturn in the economy; looking ahead, one of the important factors determining the strength of the recovery in Canadian automotive exports will be the attractiveness to U.S. buyers of the models produced in this country.

As has already been noted, the flow of imports into Canada in 1975 reflected the relatively more moderate decline in aggregate real demand in this country than in most other industrial countries. One of the areas where demand in Canada was much stronger than in the United States was the car market. In contrast to the continuing slump in U.S. sales, the number of cars sold in Canada increased by 5 per cent. Largely because of the weakness of U.S. demand, production of cars in Canada was somewhat lower than in the previous year and the volume of imports of automotive products, including engines and parts, increased only marginally. However, as average prices increased significantly the value of imports rose by \$1.2 billion to \$8.4 billion and there was a further widening in the deficit on automotive products to \$2.1 billion. Under the U.S.-Canada Automotive Agreement, companies may import parts used for the assembly of cars duty-free from anywhere in the world provided the Canadian content requirements are met; it is of interest to note that, while imports of motor vehicle parts from countries other than the United States represent only a minor proportion of the total, imports from Brazil and Mexico more than tripled in value in 1975.

The very substantial deterioration in Canada's trade balance during the past two years and the strong upward pressures on costs in this country have given rise to a growing concern that the competitive position of Canadian industries is being eroded. As there have clearly been other major forces at work, it is difficult to quantify the extent to which this has been happening. However, unit labour costs rose much more rapidly in this country than in the United States during 1975, and as a result it seems probable that the competitive position of some export industries and some import-competing industries deteriorated.

While much of the widening in the current account deficit in 1975 reflected developments in merchandise trade, the increase of more than

premières au cours de l'année. À partir de juillet, la production dans l'industrie du papier et des produits connexes a été touchée par d'importantes grèves, qui ont provoqué jusqu'à la fin de l'année une perte de plus de 2 1/2 millions de journées de travail. Il est néanmoins difficile de déterminer avec précision l'influence de ces grèves sur les exportations des produits de l'industrie forestière, vu que les marchés ont généralement fait preuve de faiblesse et que tant les producteurs au Canada que les clients aux États-Unis avaient accumulé des stocks considérables en prévision des conflits de travail. Toutefois, l'action combinée de ces éléments de l'offre et de la demande a entraîné un recul de plus de 20% des exportations en volume de bois d'œuvre et d'autres produits de l'industrie forestière en 1975, même si la réduction en valeur des exportations de ces derniers produits a été moins marquée étant donné que leur prix moyen a augmenté de façon sensible en 1975.

Ces dernières années, les véhicules automobiles et les pièces détachées ont représenté près de 1/5^e de l'ensemble de nos exportations; l'évolution dans ce secteur revêt donc une importance particulière. En 1975, les exportations se sont accrues en valeur de 700 millions de dollars pour atteindre 6.3 milliards. Cependant, cette augmentation est imputable pour plus de la moitié au renchérissement des produits. Le marché de l'automobile est resté déprimé aux États-Unis durant la plus grande partie de l'année, et le volume des exportations canadiennes à destination de ce pays est resté aussi faible qu'en 1974; par contre, les expéditions vers d'autres marchés étrangers, en particulier le Venezuela et l'Iran, se sont considérablement accrues. Les ventes d'automobiles se redressent depuis quelques temps aux États-Unis à la faveur de la reprise économique. Un des facteurs qui détermineront la vigueur de la reprise des exportations de véhicules automobiles canadiens sera l'attrait qu'exerceront sur les acheteurs américains les modèles produits dans notre pays.

Comme on l'a déjà fait remarquer, le flux des importations au Canada en 1975 a été influencé par la modération dont la demande globale réelle dans notre pays a fait preuve comparativement à la plupart des autres pays industrialisés. Un des secteurs où la demande a été beaucoup plus vigoureuse au Canada qu'aux États-Unis est celui de l'automobile, toujours marqué par le marasme dans ce dernier pays, alors que chez nous il se vendait 5% de plus de voitures. Par suite, en grande partie, de la faiblesse de la demande aux États-Unis, la production d'automobiles a quelque peu baissé au Canada par rapport à l'année précédente, et l'importation en volume de produits de l'industrie automobile (y compris moteurs et pièces) n'a progressé que dans des proportions marginales. Toutefois, à la faveur d'un renchérissement sensible

Table IV
Tableau IVBalance on services and transfers
Balance des services et des transferts

10

	Millions of dollars		En millions de dollars		Half years, seasonally adjusted at annual rates Données semestrielles désaisonnalisées, taux annuels					
	1971	1972	1973	1974	1975	1974		1975		
	1971	1972	1973	1974	1975	I	II	I		II
Interest and dividends	-1,141	-1,080	-1,265	-1,485	-1,957	-1,344	-1,626	-1,644	-2,270	Intérêts et dividendes
Miscellaneous investment and financial income	-157	-211	-214	-327	-150	-310	-344	-116	-184	Revenus de placements et revenus financiers divers
Business services	-570	-617	-701	-848	-941	-846	-850	-934	-948	Services commerciaux
Sub-total	-1,868	-1,908	-2,180	-2,660	-3,048	-2,500	-2,820	-2,694	-3,402	Total partiel
Travel	-202	-234	-296	-284	-706	-240	-328	-752	-660	Voyages
Other services and transfers	-51	-186	-226	-218	-525	-178	-258	-472	-578	Autres services et transferts
Total services and transfers	-2,121	-2,328	-2,702	-3,162	-4,279	-2,918	-3,406	-3,918	-4,640	Ensemble des services et des transferts

\$1 billion to \$4.3 billion in the deficit on services and transfers was also a very significant factor. About 40 per cent of this increase resulted from a sharp widening in the deficit on travel (see Table IV). The rate of growth of tourist receipts showed a marked deceleration in 1975, undoubtedly reflecting the economic downturn in the United States; on the other hand, tourist payments grew much more rapidly than in 1974 as more Canadians travelled abroad and the cost of air travel rose. The deficit on business services also widened in 1975 and there was a very substantial increase in the deficit on interest and dividend payments to nearly \$2 billion. Net payments on interest and dividends are mainly determined by the net indebtedness of Canadians to non-residents and this indebtedness rose by more than \$5 billion in 1975 to about \$43 billion, largely as a result of the very high volume of sales of bonds abroad. As a consequence a further substantial increase in net payments on interest and dividends can be expected in 1976.

Capital account

The sharp widening of the current account deficit in 1975 was accompanied by a net inflow of capital amounting to \$4.7 billion. This compares with an inflow of \$1.7 billion in 1974.

Net inflows of long-term capital rose by \$2.6 billion to reach \$3.7 billion. Most of the increase stemmed from the substantial rise in borrowing on foreign capital markets; at \$4.2 billion, the volume of net new bond issues sold abroad was more than double the previous record of \$1.9 billion in 1974. This increased borrowing reflected a substantial widening

de leur prix moyen, les importations en valeur ont progressé de 1.2 milliard pour s'établir à 8.4 milliards, tandis que le déficit des échanges au chapitre de l'industrie de l'automobile continuait de s'accroître pour atteindre 2.1 milliards. En vertu du Pacte canado-américain de l'automobile, les sociétés peuvent importer en franchise, de n'importe quel pays du monde, les pièces utilisées dans le montage des automobiles à condition que les normes relatives au contenu canadien du produit soient respectées; même si les importations de véhicules automobiles de pays autres que les États-Unis ne représentent qu'une faible proportion du chiffre total, il n'est pas sans intérêt de signaler que la valeur des importations du Brésil et du Mexique a plus que triplé en 1975.

La détérioration considérable accusée par la balance commerciale du Canada au cours des deux dernières années et les fortes pressions à la hausse dont les coûts ont été l'objet dans notre pays amènent à se demander si la position concurrentielle des industries canadiennes n'est pas en train de s'effriter. Étant donné qu'il y a manifestement d'autres facteurs en jeu, il est difficile de chiffrer l'ampleur du phénomène. Toutefois les coûts unitaires de main-d'œuvre ont augmenté plus rapidement au Canada qu'aux États-Unis en 1975; aussi peut-il sembler probable que la position concurrentielle de certaines industries d'exportation et de certaines industries sujettes à la concurrence des produits importés se soit détériorée.

Si l'accroissement du déficit des paiements courants en 1975 a été principalement le fait de développements survenus au chapitre de la balance commerciale, l'augmentation du déficit au titre des services et paiements de transfert, qui est passé de plus de 1 milliard à 4.3 milliards, a constitué également un facteur de très grande importance. Cette augmentation résulte pour

of long-term interest rate differentials between Canada and the United States (see Chart II), as well as exceptionally heavy demands for long-term capital. Total borrowing by provincial and municipal governments and their enterprises increased sharply to nearly double the amount raised in 1974 and there was a significantly greater reliance on foreign sources of funds. Although total borrowings by non-financial businesses was somewhat smaller in 1975 than in the previous year, there was a pronounced shift towards longer term financing and increased recourse to foreign markets as interest rate differentials widened. Corporate borrowers were further encouraged to seek foreign sources of funds by the removal of the 15 per cent federal withholding tax on interest payments on new issues of corporate bonds with terms of five years and over. This change made investment in Canadian bonds attractive to a much broader group of investors and net sales of corporate bonds abroad increased markedly in the final four months of the year. In total, net sales of bonds abroad accounted for 26 per cent of all borrowing by the provincial-municipal and business sectors in 1975 compared with 13 per cent in 1974 and about 10 per cent over the 1970-74 period (see Chart III).

While U.S. investors continued to be the major source of long-term capital, European and OPEC investors became an increasingly significant source of funds for Canadian borrowers in 1975. One of the interesting features of the year was the development of an active market for 'Euro-Canadian' bonds, that is, bonds denominated in Canadian dollars and sold outside North America. A substantial part of the new corporate bond issues sold abroad were sold in Europe; in addition, the provincial-municipal sector raised an increased volume of funds in Europe. Short-term international interest rates declined in the early months of the year and, partly in response to this, OPEC countries invested a greater proportion of their funds in medium to longer term assets in 1975 than in 1974. This contributed to a general strengthening of the Euro-bond market in 1975. In addition, an upward movement in the Canadian and U.S. dollars in terms of other major currencies during the year and the desire on the part of some OPEC countries to diversify their holdings across a broader range of currencies, maturities and political jurisdictions, increased the attractiveness of Canadian dollar issues.

Short-term capital movements in 1975 responded to influences broadly similar to those affecting long-term capital flows during the year. A net inflow amounting to \$1.0 billion was recorded, somewhat larger than the \$0.6 billion inflow of 1974. All of the inward movement occurred in the

environ 40% de l'accroissement marqué du déficit du poste Voyages (voir Tableau IV). La croissance des recettes du tourisme a ralenti sensiblement en 1975, sans nul doute en raison du ralentissement économique aux États-Unis; par contre, les dépenses au titre du tourisme se sont fortement accrues comparativement à 1974, vu qu'un plus grand nombre de Canadiens ont voyagé à l'étranger et que le coût des billets d'avion a augmenté. Le déficit des services commerciaux s'est également creusé en 1975 et le solde négatif des postes Intérêts et Dividendes s'est accru dans de très fortes proportions pour s'établir à près de deux milliards. Les paiements nets d'intérêts et de dividendes sont déterminés principalement par l'endettement net des Canadiens vis-à-vis des non-résidents, lequel a augmenté, en raison surtout du volume très élevé des ventes d'obligations à l'étranger, de plus de 5 milliards pour se chiffrer à environ 43 milliards. On peut donc s'attendre à ce que ces paiements accusent de nouveau en 1976 une progression sensible.

Balance des capitaux

L'accroissement marqué du déficit accusé par la balance des paiements courants en 1975 s'est accompagné d'une entrée nette de capitaux de l'ordre de 4,7 milliards de dollars, contre 1,7 milliard pour 1974.

Les entrées nettes de capitaux à long terme ont augmenté de 2,6 milliards de dollars pour s'établir à 3,7 milliards. Cette augmentation est imputable pour la plus grande part à la progression notable des emprunts contractés sur les marchés de capitaux étrangers. Les émissions nettes d'obligations à l'étranger ont atteint un volume de 4,2 milliards et ont donc plus que doublé par rapport au chiffre record de 1,9 milliard atteint en 1974. Cet accroissement du recours à l'emprunt s'explique par l'élargissement sensible de l'écart entre les taux d'intérêt à long terme pratiqués au Canada et aux États-Unis (voir Graphique II), ainsi que par la demande exceptionnellement forte de capitaux à long terme. Les emprunts des provinces, des municipalités et de leurs entreprises ont dans l'ensemble presque doublé par rapport à 1974, et les emprunteurs ont fait bien plus appel aux marchés étrangers de capitaux. Le financement obtenu par les entreprises non financières a été légèrement moindre en 1975 que l'année précédente, mais celles-ci ont manifesté cette année là une nette tendance à emprunter à plus long terme et à s'adresser davantage aux marchés étrangers à mesure que s'accroissait l'écart entre les taux d'intérêt étrangers et canadiens. Les sociétés se sont senties encouragées à rechercher des sources étrangères de financement par la suppression de l'impôt fédéral de 15% retenu à la source sur les intérêts versés aux non-résidents en ce qui concerne les nouvelles obligations à 5 ans ou plus des sociétés.

Chart II Comparison of long-term interest rates: Canada-United States
Graphique II Comparaison de quelques taux d'intérêt à long terme pratiqués au Canada et aux États-Unis

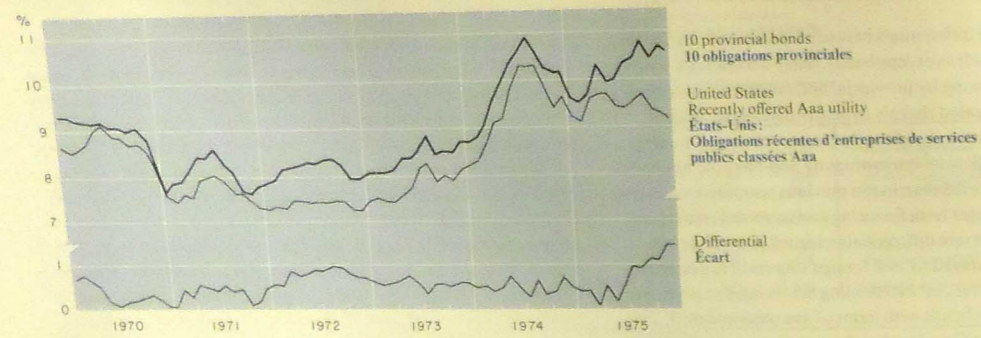


Chart III Major sources of financing by provincial-municipal governments and non-financial business
Graphique III Principales sources de financement utilisées par les administrations provinciales et municipales et par les entreprises non financières

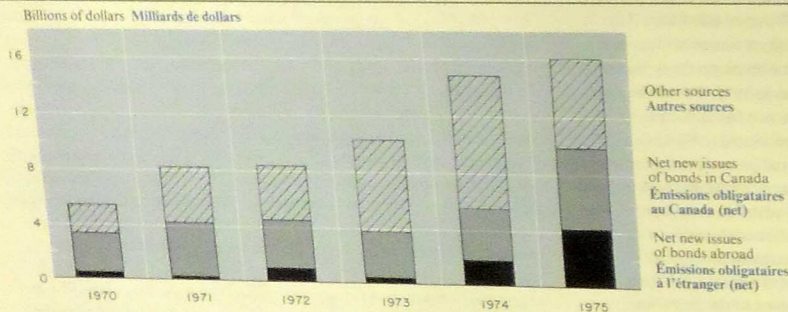


Table V
Tableau V

Capital account
Balance des capitaux

	Millions of dollars		En millions de dollars		1974		1975	
	1971	1972	1973	1974	1974	1974	1975	1975
					I	II	I	II
LONG-TERM CAPITAL								
Direct investment								
In Canada	880	605	725	585	425	191	394	250
Abroad	-220	-380	-775	-675	-630	-303	-372	-375
Canadian bonds								
Gross new issues	1,164	1,707	1,341	2,422	4,831	1,061	1,361	1,886
Retirements	-822	-546	-771	-528	-679	-280	-248	-372
Trade in outstanding issues	-94	293	31	40	302	-14	54	4
Canadian stocks								
Net transactions	-126	-18	12	-102	87	87	-189	76
Foreign securities								
Net transactions	204	260	52	28	-24	79	-51	18
Export credits	-230	-251	-198	-589	-392	-268	-321	-316
Other long-term	-274	-13	-44	-145	-264	-107	-38	-138
Total	482	1,657	373	1,036	3,656	446	590	1,033
SHORT-TERM CAPITAL								
Resident holdings of foreign currencies								
Chartered banks net foreign currency position with non-residents	1,404	637	-343	-1,354	488	-688	-666	407
Non-bank holdings of foreign currency abroad	-561	-171	-163	1,610	-189	931	679	-75
Non-resident holdings of Canadian liquid assets	199	-27	355	922	855	259	663	654
Other short-term (including errors and omissions)	-1,189	-1,406	-707	-547	-140	105	-652	458
Total	-147	-967	-858	631	1,014	607	24	1,444
TOTAL CAPITAL MOVEMENTS	335	690	-485	1,667	4,670	1,053	614	2,477
								2,193

CAPITAUX À LONG TERME
Investissements directs
Au Canada
À l'étranger

Obligations canadiennes
Émissions brutes
Remboursements
Opérations sur titres en circulation

Actions de sociétés canadiennes
Opérations nettes

Titres étrangers
Opérations nettes

Crédits à l'exportation

Autres opérations à long terme

Total

CAPITAUX À COURT TERME
Avoirs des résidents en monnaies étrangères
Banques à charte : position nette en devises vis-à-vis des non-résidents
Secteur non bancaire : avoirs en devises à l'étranger

Avoirs liquides en dollars canadiens des non-résidents

Autres opérations à court terme (compte tenu des erreurs et omissions)

Total

ENSEMBLE DES MOUVEMENTS DE CAPITAUX

first quarter when hedged short-term interest rates favoured investment in Canada. Thereafter, although Canadian short-term interest rates were much higher than comparable rates in the United States, the cost of forward U.S. dollars on hedged transactions largely offset the interest rate differential.

The exchange rate and official international reserves
Over the year as a whole, the value of the Canadian dollar in terms of the U.S. dollar averaged 4 per cent below the level in 1974. The period of most rapid decline occurred in April and May; a growing awareness of the size of the current account deficit to be financed coincided with a

Cette mesure a eu pour effet d'accroître pour un plus grand nombre d'investisseurs l'attrait des obligations canadiennes, et le montant net des obligations placées à l'étranger par les sociétés s'est accru de façon marquée au cours des quatre derniers mois de l'année. Dans l'ensemble, les ventes d'obligations à l'étranger ont constitué 26% du financement obtenu en 1975 par les emprunteurs provinciaux et municipaux ainsi que par le secteur des entreprises, contre 13% en 1974 et environ 10% sur la période 1970-1974 (voir Graphique III).

Si les investisseurs américains ont continué d'être les principaux fournisseurs de capitaux à long terme, les investisseurs des pays d'Europe et des pays membres de l'OPEP n'en sont pas moins devenus en 1975 une source de plus

temporary slowing in the sale of Canadian bond issues on the U.S. market as investors paused to re-assess the market outlook in the wake of official statements indicating a sharp increase in the size of the U.S. Government's financing requirements for the coming fiscal year. During this period there was a decline in Canada's official reserves. After mid-August the Canadian dollar began to strengthen as sales of Canadian bonds abroad increased very substantially, and there was some increase in official reserves. Over the year as a whole, reserves declined by U.S. \$500 million, with about U.S. \$100 million of this movement resulting from a revaluation of gold and other SDR-based assets.

Even though the current account deficit in the first quarter of 1976 apparently continued to run at about the same high level as in 1975, the Canadian dollar strengthened further. The differential between long-term interest rates in Canada and the United States widened further, increasing the incentive to borrow abroad. There was a concentration of exceptionally large foreign issues in the first quarter, especially by provincial hydro-electric authorities, and net sales of bonds abroad in total amounted to nearly \$3 billion. By the end of March official reserves had risen by about U.S. \$500 million from the level at the end of 1975 and the Canadian dollar had risen by about 3 per cent to U.S. \$1.0158.

en plus importante de capitaux pour les emprunteurs canadiens. Une des caractéristiques intéressantes de l'année a été la constitution d'un marché actif d'obligations euro-canadiennes, c'est-à-dire d'obligations en dollars canadiens offertes hors de l'Amérique du Nord. Une bonne portion des émissions obligataires placées à l'étranger par les sociétés l'a été en Europe; en outre, un volume accru de fonds a été emprunté en Europe par les provinces et par les municipalités. Le loyer de l'argent à court terme a diminué sur les marchés internationaux au cours des premiers mois de l'année, et c'est en partie en raison de cette baisse que les pays de l'OPEP ont accru en 1975, par rapport à 1974, la portion de leurs capitaux investis dans des avoirs à moyen et à long terme. Cet état de choses a contribué au renforcement général du marché des euro-obligations en 1975. De plus, le mouvement à la hausse des dollars canadiens et américains par rapport aux autres grandes monnaies, ainsi que le désir de quelques pays de l'OPEP de diversifier leurs avoirs en ce qui concerne les monnaies, les échéances et les pays d'émission ont augmenté l'attrait des titres libellés en dollars canadiens.

Les mouvements de capitaux à court terme ont été sujets en 1975 à des influences semblables dans l'ensemble à celles qui ont affecté les mouvements de capitaux à long terme. Les entrées nettes de capitaux se sont chiffrées à 1 milliard de dollars, ce qui constitue une légère augmentation par rapport aux 600 millions enregistrés en 1974. Tout l'afflux de capitaux a eu lieu au premier trimestre, époque à laquelle le niveau des taux d'intérêt à court terme assortis d'une couverture du risque de change encourageait les non-résidents à investir au Canada. Par la suite, bien que les taux d'intérêt canadiens à court terme fussent plus élevés que les taux américains comparables, le coût du dollar É.-U. à terme dans les opérations comportant une couverture des risques en vint à compenser largement l'écart entre les taux d'intérêt dans les deux pays.

Le taux de change et les réserves officielles de liquidités internationales

Sur l'ensemble de l'année, la valeur du dollar canadien exprimée en dollar É.-U. s'est établie à un niveau moyen inférieur de 4% à celui de 1974. Le fléchissement le plus rapide du cours de notre monnaie s'est produit durant les mois d'avril et de mai; tandis qu'on se souciait de plus en plus de l'ampleur du déficit des paiements courants à financer, il se produisit un ralentissement de courte durée des ventes d'obligations canadiennes sur le marché américain, les investisseurs prenant le temps de réévaluer les perspectives du marché à la suite de déclarations officielles faisant état d'une augmentation

considérable de l'ampleur des besoins de financement du gouvernement américain pour le prochain exercice budgétaire. Cette période fut marquée par une diminution des réserves officielles du Canada. Au début de la deuxième quinzaine d'août, le dollar canadien commença à se renforcer à la faveur de la très forte reprise des ventes d'obligations canadiennes à l'étranger; les réserves officielles enregistrèrent également une légère augmentation. Sur l'ensemble de l'année, elles ont baissé de 500 millions de dollars É.-U., dont une centaine de millions est imputable à une diminution de la valeur de l'or et d'autres avoirs libellés en DTS.

Même si le déficit des paiements courants s'est apparemment maintenu au premier trimestre de 1976 à un niveau voisin du niveau élevé de 1975, le dollar canadien a continué de se raffermir. L'écart entre les taux d'intérêt à long terme au Canada et aux États-Unis s'est encore accru, augmentant l'attrait des emprunts sur les places étrangères. Des émissions d'un montant exceptionnellement élevé ont été placées au premier trimestre, spécialement par des entreprises provinciales de production d'énergie hydro-électrique, ce qui a porté à près de trois milliards le chiffre total des ventes nettes d'obligations à l'étranger. Fin mars 1976, les réserves officielles avaient augmenté d'environ 500 millions par rapport à la fin de 1975 et le cours du dollar canadien avait progressé d'environ 3% pour s'établir à \$1.0158 É.-U.

Remarks by
R.W. Lawson,
Senior Deputy Governor
of the Bank of Canada

*To the Montreal Society of Financial
Analysts, 31 March 1976*

The Bank of Canada has been in the news quite a bit in recent weeks. On the evening of Friday, March 5th, we announced that we were increasing our Bank Rate from 9 per cent to 9½ per cent. We were not surprised that this attracted a good deal of attention because, while it was foreshadowed both by what we had been saying and by what we had been doing, there was nevertheless not as much anticipation of it as is usually the case for a change in Bank Rate. Further attention to our action was attracted by the announcement shortly thereafter of changes in interest rates by other financial institutions; I am thinking, of course, mainly of the chartered banks' prime lending rates and the rates they pay on non-chequable savings deposits, and of the rates offered by the trust companies on term deposits and charged by them on residential mortgage loans.

Public discussion of these matters was still underway when on March 18th the Minister of Finance tabled in the House of Commons the Annual Report of the Governor of the Bank of Canada, Mr. Gerald Bouey, for the year 1975. I think that the Annual Report this year is unusually interesting because it makes a serious effort to explain certain changes that have been occurring in the way that the Bank looks at its responsibilities. I am sure that many of those present here today will have read this Report, and I certainly hope that others who have an interest in the Bank's operations will do so.

Having put in that plug for reading the latest Annual Report yourself, I feel relieved on any obligation to summarize it here. I am instead going to comment on certain aspects of the Bank's policy which seem to me

Allocution prononcée par
M. R.W. Lawson,
Premier Sous-Gouverneur
de la Banque du Canada

*À la tribune de l'Association des
analystes financiers de Montréal, le 31 mars 1976*

Ces derniers temps, la Banque du Canada a fait plusieurs fois les manchettes. Dans la soirée du vendredi 5 mars, nous avons annoncé que notre taux d'escompte était porté de 9 à 9½%. Nous n'avons guère été surpris de voir à quel point ce relèvement attirera l'attention car, même si nos déclarations, autant que nos actes, laissaient présager une telle mesure, celle-ci n'avait pas été pressentie au même degré que certaines autres modifications du taux d'escompte. L'attention du public se portait de nouveau sur la Banque, par suite des modifications de taux d'intérêt annoncées très peu de temps après par d'autres institutions financières. Je me réfère surtout, évidemment, au relèvement du taux de base réclamé par les banques à charte et des taux d'intérêt versés par elles sur les dépôts d'épargne sans droit de tirage par chèque d'une part et, d'autre part, à la majoration des taux d'intérêt pratiqués par les sociétés de fiducie, tant en ce qui concerne les dépôts à terme qui leur sont confiés que les prêts hypothécaires à l'habitation qu'elles octroient.

Le débat public auquel ces questions donnèrent lieu se poursuivait toujours lors que, le 18 mars, le ministre des Finances déposa à la Chambre des Communes le Rapport annuel pour 1975 du Gouverneur de la Banque du Canada, M. Gerald K. Bouey. À mon avis, ce Rapport est cette année particulièrement intéressant, notamment du fait qu'il cherche à expliquer l'évolution de la manière dont la Banque perçoit ses responsabilités. Je suis certain qu'un grand nombre d'entre vous ont déjà lu ce Rapport, et j'aime à croire que tous ceux qui s'intéressent aux opérations de la Banque feront de même.

Après vous avoir ainsi invité à lire vous-même ce dernier Rapport annuel, je me crois dégagé de l'obligation de vous en résumer le contenu. Je vous entretiendrai plutôt de certains aspects de la politique de la Banque qui me

to be the most frequently confused or misunderstood in the public discussion that I read or hear. I shall be primarily concerned with trying to clarify the options that are open to us – or, more accurately, in some cases, the options that are not open to us – rather than in trying to persuade you that we have got everything exactly right. I shall, however, make no special effort to hide my view that in an imperfect and difficult world the Bank of Canada is doing its job pretty well.

Let me start at the beginning and say a few words about what the Bank's job is. There is no doubt that its principal task is that described in the preamble of the Bank of Canada Act in the words "to regulate credit and currency in the best interests of the economic life of the nation. . . .". We do this by regulating the growth of the banking system. Because the major liabilities of the banking system are bank deposits, which are either money or close substitutes for money, the Bank of Canada's job is frequently described as regulating the rate of monetary expansion in Canada.

It follows from our mandate that the most important question for the Bank of Canada is – what rate of monetary expansion in given circumstances is in the best interests of the economic life of the nation? That is the key question. That is what the Bank's latest Annual Report is mainly concerned with. That is what the rest of my comments today are mainly concerned with.

Perhaps I should pause here to say that if you read the Bank of Canada Act you will find that Parliament has put the immediate responsibility for answering that question on the Bank of Canada. That Act authorizes the Bank to formulate and conduct monetary policy. The Act also requires regular consultation on monetary policy between the Governor of the Bank and the Minister of Finance, and it makes provision for a published directive from the Government to the Bank if after consultation the Government is sufficiently unhappy about the monetary policy being followed by the Bank to warrant a directive. The provision for a directive was added to the Act some years ago to give legal expression to the long-accepted view that in our political system the Government must be in a position to accept ultimate responsibility in the monetary field. However, in the absence of a directive, and no directive has in fact been issued, the Bank of Canada must accept responsibility for the monetary policy it follows. We cannot be relieved of our responsibility without a public statement that the Government has decided to take over, at least temporarily, sole responsibility for monetary policy. The situation is,

semblent, à en juger par les commentaires qu'il m'arrive d'entendre ou de lire, les moins bien compris ou les plus sujets à confusion. Je vais surtout tenter de jeter un peu de lumière sur les solutions qui s'offrent à nous – ou plus précisément, dans certains cas, sur les solutions que nous ne pouvons pas adopter – plutôt que d'essayer de vous persuader que tout va pour le mieux dans le meilleur des mondes. Toutefois, je n'ai pas l'intention d'essayer de vous cacher qu'à mon avis, dans un monde aussi imparfait et exigeant que le nôtre, la Banque du Canada s'acquitte en somme passablement bien de ses responsabilités.

Commençons par le commencement, c'est-à-dire par vous donner une définition du rôle de la Banque. Il ne fait aucun doute que sa tâche principale est celle qui est décrite dans le préambule de la Loi sur la Banque du Canada: « . . . réglementer le crédit et la monnaie dans le meilleur intérêt de la vie économique de la nation . . . ». Nous parvenons à cet objectif en régularisant la croissance du système bancaire. Étant donné que la majeure partie du passif du système bancaire est constituée par des dépôts, c'est-à-dire par de la monnaie ou par de la quasi-monnaie, on se contente souvent de dire, pour décrire le rôle de la Banque du Canada, qu'il consiste à régler le rythme de l'expansion monétaire au Canada.

Il résulte de notre mandat que la plus importante question que la Banque du Canada ait à se poser se ramène à celle-ci: Dans un contexte donné, quel est le taux d'expansion monétaire qui soit le plus conforme aux intérêts de la vie économique du pays? Cette question est capitale. Elle constitue le sujet central traité dans le dernier Rapport annuel de la Banque du Canada, et c'est à elle que je vais consacrer le plus clair du temps qui m'est imparti à cette tribune.

Une digression s'impose peut-être ici. Si vous vous référez à la Loi sur la Banque du Canada, vous verrez que le Parlement a explicitement chargé la Banque de répondre à cette question. Il donne à la Banque le pouvoir de formuler et d'appliquer la politique monétaire. Cette loi oblige également le gouverneur de la Banque et le ministre des Finances à se consulter régulièrement sur la politique monétaire et prévoit que le gouvernement peut donner des instructions publiques à la Banque si, après consultation, le gouvernement désapprouve la politique monétaire menée par la Banque au point de devoir recourir à une telle mesure. La disposition relative à ces instructions a été ajoutée à la Loi sur la Banque du Canada il y a quelques années dans le but d'intégrer à la législation l'idée admise de longue date que, dans le système politique canadien, le gouvernement doit être en mesure d'assumer en dernier ressort les responsabilités en matière monétaire. Toutefois, en

therefore, that you are entitled to hold the Bank of Canada responsible for what it is doing.

Let me turn now to some of the considerations that are relevant to the discharge by the Bank of Canada of its responsibilities.

The first thing I want to say is that the Bank of Canada believes that inflation is *not* in the best interests of the economic life of the nation. This is, of course, not a new idea, either for us or for any other central bank that I know anything about. I do not believe that the economic and social goals of society could be more effectively pursued if society would be relaxed on the question of inflation. In my opinion the idea that societies can achieve and sustain high levels of employment as a trade-off against price stability is nonsense. It would, of course, also be nonsense to say that a society cannot for a time survive inflation, even a lot of inflation; there is too much evidence to the contrary. But I am sure that a society that decides to give up resisting inflation is headed for terrible trouble. There is no lack of evidence to support that view.

Happily, Canadian society seems now to be strongly of the opinion that high priority should be given to resisting inflation. One cannot say that this opinion is unanimous, but for the time being the dissidents are either relatively quiet or dispute the means rather than the end. Dealing with inflation is not going to be easy, for there is, unfortunately, no easy way of stopping an inflationary surge that has achieved the momentum that it now has in Canada. But it is not a good argument against anti-inflationary policies that they are not pleasant for everyone concerned.

I do not propose here to offer a view on all that needs to be done in Canada to reduce inflation. You will find in the Bank's last Annual Report some discussion of why it would not be wise to attempt to do it quickly by severe monetary restraint. The argument is that a crash programme to end inflation quickly would be too economically disruptive to be tolerable. It is the Bank's view that, in the present Canadian circumstances, it is best to aim at winding down inflation gradually, and to supplement public financial policy to that end by a programme of direct restraint on incomes and prices. To do so seems to us to offer much the best chance of minimizing the dislocation of production and employment involved in the anti-inflationary process.

What I do want to stress is that there is no chance at all that the anti-inflation programme in Canada will succeed unless there is adequate restraint of monetary expansion in Canada. I am, of course, aware of the view that, now that direct restraints on increases in wages, salaries

l'absence d'instructions, et de fait de telles instructions ne lui ont jamais été données, c'est à la Banque du Canada qu'incombe la responsabilité de la politique monétaire qu'elle met en œuvre. Nous ne pouvons être déchargés de nos responsabilités que par un document public déclarant que le gouvernement a décidé d'assumer, du moins temporairement, la responsabilité exclusive de la politique monétaire. Vous êtes donc fondés de tenir la Banque du Canada pour responsable de ses actes.

Permettez-moi, de mentionner maintenant quelques-unes des considérations qui guident la Banque du Canada dans l'accomplissement de ses fonctions.

Pour commencer je dirai que la Banque du Canada est convaincue que que l'inflation n'est pas dans le meilleur intérêt de la vie économique du pays. Cette idée n'a, il va de soi, rien d'une nouveauté, que ce soit pour nous ou pour n'importe laquelle des banques centrales que je connaisse. Je ne crois pas que les objectifs économiques et sociaux d'une société puissent être réalisés avec plus d'efficacité si celle-ci ne se soucie guère du problème de l'inflation. À mon avis, l'idée que les sociétés peuvent atteindre et conserver des niveaux élevés d'emploi en renonçant à la stabilité des prix est absurde. Il serait naturellement tout aussi absurde de prétendre qu'une société ne saurait survivre à l'inflation, ni même à une forte dose d'inflation. Il existe d'ailleurs beaucoup trop de preuves du contraire. Mais je suis persuadé qu'une société qui décide de renoncer à combattre l'inflation est appelée à connaître de très graves difficultés. Les exemples susceptibles de confirmer le bien-fondé de cette opinion ne manquent pas.

Heureusement, la société canadienne semble maintenant fermement convaincue qu'il faut accorder une haute priorité à la lutte contre l'inflation. On ne saurait dire que cette opinion est unanimement partagée, mais pour l'instant, ceux qui sont d'un avis contraire font relativement peu de bruit ou mettent en cause les moyens utilisés plutôt que les objectifs poursuivis. Il ne sera pas facile de juguler l'inflation, car il n'existe malheureusement pas de recette facile permettant d'arrêter une poussée inflationniste d'une vigueur comparable à celle que connaît actuellement le Canada. Mais le fait que les politiques anti-inflationnistes ne plaisent pas à tout le monde ne constitue pas un argument suffisant pour les condamner.

Il n'est pas de mon propos d'exprimer ici un point de vue sur tout ce qu'il faut faire au Canada pour atténuer l'inflation. Vous trouverez dans le dernier Rapport annuel de la Banque quelques-unes des raisons pour lesquelles il ne serait pas sage d'essayer de juguler rapidement l'inflation par des restrictions monétaires draconiennes. En effet, un programme brutal visant à mettre rapidement un terme à l'inflation engendrerait sur le plan économique trop

and profits are in place in Canada, there is no need to exercise monetary restraint. This view is about as unrealistic as a view can be. If in the face of the present strong demand for money in Canada we in the Bank of Canada do not offer resistance to monetary expansion, we will scupper the anti-inflation programme. If monetary policy is inflationary the effectiveness of the direct controls will be seriously undermined, and when they are removed the ground that they won will be quickly lost. The Bank of Canada does not intend to cause the anti-inflation programme to fail.

What we need in Canada in the present context is a rate of monetary expansion that encourages a gradual but continuing reduction of inflation. If the rate of monetary expansion is too low it will cause intolerable dislocation of production and employment in the anti-inflationary process; if it is too high it will undermine the anti-inflationary process.

What this means in quantitative terms was indicated by the Governor of the Bank of Canada last November before the House of Commons Committee on Finance, Trade and Economic Affairs. On that occasion he indicated a target range for the time being for the underlying rate of growth of currency and chartered bank demand deposits. There is a fuller discussion in the Annual Report of this matter – including why the range is what it is, and why it was defined in terms of the growth of currency and demand deposits. I will not repeat that here, but I think it might be useful to quote what Mr. Bouey said to the Commons Committee about the limits of the range, and especially about the upper limit. He was talking about the underlying rate of growth of currency and chartered bank demand deposits, and he said "We did get it down for a time to 10 per cent (per year) for a two year period, but that, of course, did span part of the recession. We are just at the beginning of the recovery phase, so it probably is not desirable yet to try to decelerate the rate further, say, below 10 per cent, and indeed one might be able to justify a rate of growth that was something higher than that. I would not be too worried if it turned out for a time a little higher than that, but I would be concerned if the underlying rate moved up to anything like 15 per cent". I quote Mr. Bouey's words because there has subsequently been a tendency for people to refer to the Bank's target range as being from 10 to 15 per cent, which is not correct. It is because we regard an underlying rate of growth of currency and demand deposits of "anything like 15 per cent" per year as definitely too high that we raised Bank Rate to 9½ per cent three weeks ago in the light of a growth rate of some 15½ per cent over the preceding nine months or so.

de perturbations pour être tolérable. La Banque pense qu'étant donné le contexte actuel au Canada, le mieux est d'essayer d'atténuer graduellement l'inflation et de compléter la politique financière poursuivie à cet effet par le secteur public par un programme de restriction des prix et des revenus. Il nous semble que cette solution est celle qui offre de loin les meilleures chances de réduire au minimum les risques de perturbation de la production et de l'emploi qu'implique le processus anti-inflationniste.

Un point sur lequel je tiens à insister, c'est que le programme canadien de lutte contre l'inflation est voué à l'échec s'il ne s'accompagne pas d'une restriction appropriée de l'expansion monétaire. Je suis évidemment au courant de la thèse suivant laquelle il n'est plus nécessaire d'appliquer au Canada de restrictions monétaires puisque les salaires, les traitements et les bénéfices sont déjà l'objet de restrictions directes. Aucune thèse ne saurait être plus irréaliste que celle-là. Si devant la forte demande de monnaie dont nous sommes présentement témoins au Canada, nous, de la Banque du Canada, n'opposons aucune résistance à l'expansion monétaire, nous sabotons le programme anti-inflationniste. Si la politique monétaire prend une orientation inflationniste, elle compromettra gravement l'efficacité des contrôles directs, et une fois que ceux-ci auront été abolis, le terrain conquis sera bien vite reperdu. Or la Banque du Canada n'a pas du tout l'intention de provoquer la faillite du programme anti-inflationniste.

Ce qu'il nous faut au Canada, dans la conjoncture actuelle, c'est une expansion monétaire dont le rythme favoriserait une diminution graduelle de l'inflation. Si cette expansion monétaire est trop faible, elle entraînera une perturbation insupportable de la production et de l'emploi; si elle est trop élevée, elle fera avorter le processus anti-inflationniste.

Du point de vue quantitatif, le sens de cette affirmation a été précisé par le Gouverneur de la Banque du Canada en novembre dernier devant le Comité de la Chambre des Communes sur les finances, le commerce et les questions économiques. À cette occasion, le Gouverneur a indiqué la marge à l'intérieur de laquelle devait se situer à ce moment le taux fondamental de croissance de la monnaie et des dépôts bancaires à vue. Le Rapport annuel contient un exposé plus détaillé de cette question, notamment des raisons pour lesquelles l'objectif a été fixé à ce niveau et pourquoi il a été déterminé en termes de croissance de l'agrégat monnaie et dépôts à vue. Il n'est pas nécessaire de développer ici les mêmes idées, mais il ne serait pas sans intérêt de reprendre les propos prononcés par M. Bouey devant le Comité de la Chambre des Communes sur les limites à l'intérieur desquelles ce taux devrait s'établir, particulièrement sur la limite supérieure. Parlant du taux fondamental de croissance de la monnaie et des dépôts bancaires à vue, M. Bouey

This reference to the change in Bank Rate helps the transition to the next matter I want to comment on. Some people say that they approve of restraint in monetary expansion but they want us to do it in some way that will allow us at the same time to bring interest rates down. The simple answer to them is that it is not possible to do that without profound and questionable changes in present Canadian financial practices. Within the existing market-oriented arrangements it is not possible to control the rate of monetary expansion except by being willing to allow short-term interest rates to move up or down as may be necessary in the circumstances. It is, of course, possible to imagine financial systems for which this would not be true, but they would be much more autocratic systems than the one we now have. They would depend heavily on some central authority telling savers what they must do with their money and telling would-be borrowers which of them must go without.

In our financial system changes in the stock of currency and demand deposits are basically determined by two things, changes in the level of spending in the economy and changes in the level of short-term interest rates. The Bank of Canada's ability to control the growth of this money supply aggregate rests on its ability to influence short-term interest rates through operating on the supply of cash reserves available to the banking system. In these circumstances the Bank cannot pursue independent goals for monetary expansion and for short-term interest rates. Pursuing one of these goals involves accepting the consequences for the other. To influence them independently is an option which is simply not open to us. We cannot aim simultaneously at two targets with one gun. People who want these goals pursued independently must therefore have in mind some major changes in the way that the Canadian financial system operates.

I think that I should add here that the same thing can be said of the foreign exchange rate as an objective of monetary policy as I have just said of short-term interest rates. I could equally well have said that we cannot aim simultaneously at three targets with one gun. We have to make up our minds about what the priorities are.

There is another view about interest rates that I want to comment on, and that is the view that one hears quite frequently that, since the payment of interest is a cost to both producers and to consumers, an increase in interest rates is inflationary rather than anti-inflationary. The problem of dealing with this view is the problem of dealing with half-truths. Although the payment of interest is not typically a major proportion of costs, it is undeniably an element. Higher interest rates do

précisa: «Nous avons pu le maintenir à un taux annuel de 10% pendant deux ans, période qui correspondait évidemment en partie à celle de la récession. Nous sommes tout au début de la phase de reprise et il ne serait donc probablement pas encore souhaitable d'essayer de ralentir ce rythme davantage pour le porter, mettons, à moins de 10%. De toute façon, on pourrait peut-être justifier un taux de croissance légèrement plus élevé. Je ne m'inquiéterais d'ailleurs pas outre mesure si ce taux était plus élevé pendant un certain temps, mais je le deviendrais si le taux tendanciel devait monter aux alentours de 15%». J'ai cité les propos tenus par M. Bouey parce qu'on a eu tendance par la suite à parler de la fourchette visée par la Banque comme étant de 10 à 15%, ce qui est inexact. C'est précisément parce que nous considérons comme indéniablement trop élevé un taux fondamental de croissance de la monnaie et des dépôts à vue d'environ 15% l'an que nous avons porté le taux d'escompte à 9½% il y a trois semaines, à un moment où le taux de croissance sur les quelque neuf derniers mois était d'environ 15½%.

Après ces quelques propos sur la modification du taux d'escompte, il m'est facile de passer à un autre point que je désire traiter. Il est des gens qui se déclarent tout à fait d'accord avec une politique de restriction monétaire, mais qui voudraient que nous la menions de telle manière que nous puissions en même temps provoquer une baisse du loyer de l'argent. La seule réponse qu'on puisse leur donner est que la chose n'est pas possible à moins qu'on ne modifie d'une manière profonde et peut-être mal fondée les usages actuellement en vigueur dans le domaine financier au Canada. Dans le cadre de l'économie de marché que nous avons actuellement, il n'est pas possible de contrôler le taux de l'expansion monétaire, si ce n'est en permettant au loyer de l'argent à court terme d'augmenter ou de diminuer selon les nécessités du moment. Il va de soi qu'on peut imaginer des systèmes financiers dans lesquels cette règle ne s'appliquerait pas, mais ces systèmes seraient bien plus autocratiques que celui que nous avons à l'heure actuelle. Ces systèmes graviteraient autour d'un pouvoir central qui dirait aux épargnants ce qu'ils doivent faire de leur argent et désignerait parmi les agents économiques qui sollicitent un emprunt ceux qui peuvent l'obtenir et ceux qui doivent s'en passer.

Dans notre système financier, la variation du stock de la monnaie hors banques et des dépôts à vue est déterminée fondamentalement par la variation du volume de la dépense dans l'économie et par la variation du niveau des taux d'intérêt à court terme. La Banque du Canada peut contrôler la croissance de la masse monétaire selon cette définition étroite du fait qu'elle est en mesure d'influencer les taux d'intérêt à court terme en agissant sur le volume des réserves-encaisse qu'elle laisse à la disposition du système

therefore add to costs. But that is not all they do, nor is it the most important thing that they do. They shift the balance of incentives as between spending and saving, and thereby moderate the total amount of spending in the economy. This in turn puts pressure on everybody to be more efficient, and it restrains increases in other costs and in prices. Over time these effects of higher interest rates are much more important than their immediate and direct effects on costs. If you doubt this, imagine the consequences in Canada if the central bank were to cause a sharp decline in short-term interest rates by the only means open to it, namely by facilitating a sharp increase in the rate of growth of the banking system. The amount of borrowing and of spending would soon rise sharply, and the country would soon experience a substantial amount of demand inflation. Even though the interest rate element in costs would at first be less, the rate of increase of other costs and of prices would quickly accelerate. As prices accelerated it would, of course, not be possible to keep interest rates from rising except by larger and larger injections of newly-created money. If persisted with, that process would produce hyperinflation. It simply is not sensible to argue that monetary restraint is inflationary because it temporarily increases the interest rate element in costs. Monetary restraint puts downward pressure on prices despite the fact that in the short run it puts upward pressure on interest rates. When over time the rate of inflation falls, so also will interest rates. People who want to see lower interest rates should welcome monetary restraint.

Before I leave the subject of short-term interest rates I would like to comment on the difference as I see it in the way that the Bank of Canada operates now that it has a money target range and the way it operated when it did not, that is, when it followed the so-called "credit conditions" approach. In both cases day-to-day decisions about the provision of reserves to the banking system are based on day-to-day views about the appropriateness or otherwise of the existing level of short-term interest rates. To that extent there is no difference. In both cases the central bank's view about the appropriateness or otherwise of the existing level of short-term interest rates is much affected by what it thinks is likely to happen to the economy in the future. Still no difference. An important difference arises by virtue of the fact that when the Bank of Canada is pursuing a money supply target it gets a cross-check on its views on the appropriateness of existing short-term interest rates by considering how compatible they are with its money supply objectives. To put it another

bancaire. Aussi la Banque ne peut-elle pas poursuivre des objectifs indépendants en ce qui concerne l'expansion monétaire d'une part et l'évolution des taux d'intérêt à court terme d'autre part. Viser un de ces objectifs équivaut à en accepter les conséquences pour l'autre. Essayer d'atteindre ces objectifs séparément est une solution qui simplement ne s'offre pas à nous. Nous ne pouvons viser simultanément deux cibles avec un seul fusil. Les gens qui estiment qu'il faudrait poursuivre en même temps ces deux objectifs doivent nécessairement envisager des modifications très importantes dans le mode de fonctionnement du système financier canadien.

Je devrais ajouter ici qu'il en va de même si l'on veut déterminer les objectifs de la politique monétaire en fonction du taux de change. J'aurais pu tout aussi bien dire qu'on ne peut viser simultanément trois cibles avec un même fusil. Nous devons établir un ordre de priorités.

Permettez-moi également de commenter un autre point de vue concernant les taux d'intérêt, point de vue assez fréquemment exposé et selon lequel, l'intérêt étant un coût tant au niveau de la production qu'à celui de la consommation, toute augmentation des taux d'intérêt alimente l'inflation, au lieu de la combattre.

S'il est difficile de réfuter ce point de vue, c'est parce qu'il est difficile de réfuter des demi-vérités. Bien que le paiement d'intérêts ne constitue généralement pas une grosse partie des coûts, il en constitue incontestablement un des éléments. Une hausse des taux d'intérêt augmente par conséquent les coûts. Mais ce n'est ni le seul ni le plus important de ses effets. Elle fait pencher la balance en faveur de l'épargne, au détriment de la dépense, et tend ainsi à modérer le montant total de la dépense dans l'économie. Il en résulte que tout un chacun se sent poussé à faire preuve de plus d'efficacité, ce qui restreint donc l'accroissement des autres coûts, ainsi que des prix. À la longue, ces effets d'une hausse des taux d'intérêt se révèlent bien plus importants que les effets immédiats et directs sur les coûts. Si vous n'êtes pas convaincus de la justesse de ce point de vue, imaginez ce qui se produirait au Canada si la banque centrale décidait de provoquer une chute des taux d'intérêt à court terme par le seul moyen dont elle dispose, c'est-à-dire en facilitant une nette augmentation du taux de croissance du système bancaire. Le volume des emprunts et celui de la dépense marqueraient aussitôt une vive croissance et le pays ne tarderait pas à être la proie d'une importante inflation par la demande. Même si l'incidence du facteur taux d'intérêt dans les coûts était moindre au début, le taux de croissance des prix et des autres coûts s'accélérait rapidement. La hausse des prix s'accélérait, il ne serait naturellement pas possible d'empêcher les taux d'intérêt de monter, si ce n'est

way, a money supply target throws important light on what levels of short-term interest rates the Bank of Canada should be seeking from time to time. This is its great value from the point of view of operations. It gives the Bank a better fix on the situation and a better idea of where north is. It gives the Bank a "place to stand". By the same token it also gives interested persons outside the Bank a much clearer idea than is otherwise possible of what the Bank's policy is, which certainly ought to contribute to better public discussion of that policy and, I would hope, more support for it. It also, to complete the story, provides a framework within which the central bank can be held to account. If the Bank does not keep monetary expansion within its target range, it is put in the position of having to give adequate reasons for not doing so.

I hope that these observations will help to dispel any impression that, by adopting a target range for money supply, the central bank has become either mechanistic or doctrinaire in its approach to monetary policy. I do not believe that it has. I believe that we have found a better guide than was otherwise available in today's inflationary conditions for our views from time to time about short-term interest rates, but we have not become one whit less interested in the broadest possible analysis of the whole evolving economic scene. If we conclude on occasion that our money supply targets would lead us to do things that are not sensible in the broad economic context we shall say so, and we shall say what we propose to do about it. This, as you have seen, is what we did when late last year the banking flows were severely disrupted by the postal strike.

Before I go on I would like to add here a few words to the text of my speech to underline the fact that our current approach to monetary policy does not involve a target for chartered bank general loans. We are interested in them for various reasons, but our target range for M1 is compatible with a fairly wide range of possible growth rates for general loans. An important reason for this loose relationship is that general loans, while an important channel for business finance, are not the only important channel. There can be, in both the short-term and the longer term, changes in the relative importance of the various channels. This seems to have happened to some extent in recent weeks, and may account for some of the unusual strength in general loans. This process is sometimes described as a change in the extent to which the chartered banks serve as intermediaries in the financial process. Swings toward or away from general loans as a channel of financing can occur without

en injectant des quantités croissantes d'argent frais dans le circuit. S'il n'était mis fin à ce processus, celui-ci entraînerait une hyperinflation. Il est tout simplement illogique d'arguer que la contrainte monétaire est inflationniste, sous prétexte qu'elle accroît pendant un certain laps de temps l'importance de l'élément taux d'intérêt dans les coûts. La contrainte monétaire exerce une pression à la baisse sur les prix, en dépit du fait qu'à court terme elle exerce une pression à la hausse sur les taux d'intérêt. Lorsque au bout d'un certain temps le taux de l'inflation tombe, les taux d'intérêt font de même. Les gens qui sont en faveur d'une baisse du loyer de l'argent devraient donc appuyer toute politique restrictive en matière monétaire.

Avant de quitter le domaine des taux d'intérêt à court terme, j'aimerais dire quelques mots sur la différence qu'il y a, à mon avis, entre la façon actuelle d'agir de la Banque du Canada, basée sur l'objectif du maintien de la croissance de la masse monétaire à l'intérieur de certaines limites, et la méthode employée antérieurement par la Banque du Canada, celle qui était dictée par l'évolution de la conjoncture du crédit. Dans les deux cas, les décisions prises au jour le jour en matière de gestion des réserves-encaisse du système bancaire s'inspirent du désir de s'assurer au jour le jour si le niveau des taux d'intérêt à court terme relevés le même jour convient ou non à la situation. Jusque-là, il n'y a pas de différence entre l'une et l'autre démarches. Dans les deux cas, l'opinion que la banque centrale a de la justesse du niveau des taux d'intérêt à court terme est fortement influencée par l'idée qu'elle se fait de l'évolution future de l'économie. Toujours pas de différence. Une différence sensible apparaît du fait que, lorsque la Banque du Canada poursuit un objectif en matière de croissance de la masse monétaire, elle vérifie, à la faveur d'un recoupement, la validité de son point de vue sur la justesse du niveau des taux d'intérêt en examinant dans quelle mesure ils sont compatibles avec ses objectifs en matière de croissance de la masse monétaire. En d'autres termes, le fait de disposer d'un objectif en matière de croissance de la masse monétaire donne des renseignements importants sur le niveau des taux d'intérêt à court terme que la Banque du Canada devrait viser de temps à autre. Ceci lui donne une grande valeur du point de vue opérationnel. La Banque est ainsi plus à même de s'orienter et de faire le point. La Banque peut par conséquent mieux établir sa position. De même, les personnes intéressées qui ne font pas partie de la Banque obtiennent ainsi une meilleure idée de ce qu'est exactement la politique de la Banque — ce qui devrait non seulement faciliter une discussion plus approfondie de la part du public mais également, du moins je l'espère, accroître le soutien accordé à cette politique. En fin de compte, cette approche fournit un cadre de référence et permet ainsi de juger

significant effect on the growth rate of M1. This is part of the reason that we have chosen M1 rather than some much broader measure of the money supply: the broader measures are much more affected by swings in the role of the banks as financial intermediaries. Our ability to influence M1 depends crucially on our ability to influence short-term interest rates within whatever economic circumstances may exist, and that ability is not threatened by changes in the degree of financial intermediation by the banks. As I see it, therefore, temporary variations in the rate of growth of bank loans do *not* require us to take extraordinary or special measures to enable us to pursue effectively our M1 targets.

If one steps back to look at monetary policy in broad perspective, the most important single aspect of the Bank of Canada's current approach is the weight that it attaches to moderation and steadiness in expanding the quantity of money. In the present economic circumstances our actions have been on the side of restraint because the rate of monetary expansion has tended to be too high. But our approach is, in principle, even-handed, and you can expect us to show just as much concern if the underlying trend of monetary expansion should become too low as we have shown when it is too high.

The increased weight which we, along with many other central banks, are giving to moderation and steadiness in expanding the quantity of money is the result of the analysis of past experience. Monetary policy that responds vigorously to short-run developments in economic affairs has not worked very well in any country. On balance it has been too expansionary, but on some occasions it has not been expansionary enough. The short-run approach, sometimes hopefully described as "fine tuning", encounters difficulties that are not hard to understand. One of them is that it takes a rather long time for a change in the rate of monetary expansion to have its full impact on the level of spending in the economy. In a world that is impatient for results this long time lag has sometimes been forgotten, and the timing of swings in monetary policy has sometimes been unfortunate. But even when it has not been forgotten, the long time lag requires that short-run variations in policy will only be constructive if they are based on reasonably accurate forecasts of the economic situation a year or more ahead. I have no wish to seem to disparage economic forecasting, but I am sure that the best economic forecasters will agree that forecasts of economic events a year or more in advance are subject to substantial margins of error. When one tries to look much beyond six months the range of possibilities be-

la banque centrale sur ses actes. Si la Banque ne maintient pas l'expansion monétaire dans les limites qu'elle s'est fixées, elle aura à expliquer pourquoi elle ne l'a pas fait.

J'espère que ces remarques dissiperont toute impression que la recherche par la banque centrale d'un tel objectif en matière d'expansion monétaire signifie que celle-ci aurait adopté une approche mécaniste ou doctrinaire en politique monétaire. Je ne pense pas qu'elle l'ait fait. Je crois que nous avons trouvé un meilleur guide que celui dont nous disposions pour étayer nos opinions sur l'évolution du loyer de l'argent à court terme dans la conjoncture inflationniste d'aujourd'hui, mais nous nous intéressons autant qu'auparavant à analyser de la façon la plus globale possible l'évolution économique dans son ensemble. Si nous arrivons parfois à la conclusion que l'objectif que nous nous sommes fixé en ce qui a trait à la masse monétaire pourrait nous mener à faire des choses illogiques, compte tenu du contexte économique général, nous ne manquons pas de le dire, et d'expliquer ce que nous avons fait quand, vers la fin de l'année dernière, les flux bancaires ont été gravement perturbés par la grève des postes.

Avant de continuer, j'aimerais ajouter ici quelques mots au texte de mon allocation pour bien insister sur le fait que notre approche actuelle en matière de politique monétaire n'implique pas d'objectif en ce qui concerne l'évolution des prêts généraux des banques. Ces prêts nous intéressent pour diverses raisons, mais la fourchette visée pour M1 peut s'accommoder d'un assez large éventail de taux de croissance des prêts généraux. Cette relation peu étroite est due en grande partie au fait que les prêts généraux, s'ils constituent une importante source de financement pour les entreprises, n'en sont pas la seule. À court terme comme à long terme, l'importance relative des diverses sources peut se modifier. C'est d'ailleurs ce qui semble s'être produit dans une certaine mesure ces dernières semaines, et l'on peut y voir la cause partielle de la vigueur inhabituelle dont font preuve les prêts généraux. Ce processus est parfois présenté comme un changement de l'importance du rôle d'intermédiaire joué par les banques à charte dans l'évolution financière. L'augmentation ou la diminution du recours aux prêts généraux comme source de financement peut avoir très peu d'effet sur le taux de croissance de M1. C'est d'ailleurs une des raisons pour lesquelles nous avons choisi M1 plutôt qu'une autre mesure beaucoup plus large de la masse monétaire, les mesures plus larges subissant bien plus l'effet des variations du rôle d'intermédiaire financier joué par les banques. Le pouvoir que nous avons d'influer sur M1 dépend fondamentalement de notre pouvoir d'influer sur les taux

comes fairly wide and the crystal ball becomes somewhat cloudy. There is the further difficulty that even if, through unusual insight, somebody gets a clear and accurate picture of the medium or longer-term future he will usually find it very difficult to persuade others to believe it, and this is particularly the case if it seems to call for unpleasant policy initiatives.

I would like to mention one particular problem that is currently encountered in pushing economic forecasts beyond the immediate future. Forecasting is necessarily concerned with financial flows, with flows of income and spending, of saving and investing, of borrowing and lending – all of them expressed in money terms. But it is not these flows that in the final analysis are most important, but rather the flows in real or physical terms – the flows of goods and services and of job opportunities. What happens in the financial world is of consequence because it affects the real or non-financial world, but there has been in recent years more than usual difficulty in forecasting the impact of financial flows on real flows. The source of the increased difficulty is the emergence of expectations of inflation. How the Canadian or any other comparable economy will react to given changes in financial flows is now much influenced by the state of expectations about future rates of inflation, and these expectations are extraordinarily difficult to assess. This complication seems to me to have made good economic forecasting and forward planning much more difficult.

These various considerations seem to me to argue strongly for moderation and steadiness in rates of monetary expansion. As a practical matter the chances of successful "fine tuning" are not good. It is distressingly evident that in recent years the economic management of the western world has made some bad miscalculations and has stumbled into a lot of trouble. It would seem to be wise to proceed more carefully.

It may be that you will regard this note of caution as no more than proper form for a central banker. In any event I do not apologize for it. A central bank is a good place from which to watch the ebb and flow of economic events both at home and abroad, and what seems to me to be most evident from such observations is how many different things must be right if the body economic is to function well. That is probably what makes central bankers cautious. They know that no amount of flexibility in monetary policy can offset important failures elsewhere in the economic system. They also know that economic processes take a lot of time to work themselves out, and that the real test of economic policy

d'intérêt à court terme indépendamment du contexte économique, ce que n'affectent nullement les modifications de l'importance du rôle d'intermédiaire financier joué par les banques. À mon avis, par conséquent, les variations temporaires du taux de croissance des prêts bancaires *ne nous obligent pas* à prendre des mesures extraordinaires ou spéciales pour être à même de poursuivre efficacement nos objectifs en matière de M1.

Pour l'observateur qui analyse la politique monétaire dans une perspective globale, l'approche actuelle de la Banque du Canada se caractérise en tout premier lieu par l'importance que cette dernière accorde à une expansion modérée et régulière de la quantité de monnaie. Dans la conjoncture économique actuelle, les mesures que nous avons prises ont été de nature restrictive, car le rythme de l'expansion monétaire a eu tendance à être trop rapide. Mais notre approche est, en principe, impartiale et vous pouvez être certains que si le taux tendanciel d'expansion monétaire devenait trop faible nous nous ferions tout autant de soucis que nous nous en faisons actuellement du fait que ce taux est trop élevé.

L'importance accrue que nous accordons, comme de nombreuses autres banques centrales d'ailleurs, à une expansion modérée et régulière de la quantité de monnaie est tirée des leçons du passé. Les politiques monétaires qui réagissent de façon vigoureuse aux développements à court terme intéressant la vie économique n'ont donné de bons résultats dans aucun pays. Le plus souvent, elles ont été trop expansionnistes; à l'occasion elles ne l'ont pas été suffisamment. Cette approche à court terme, qui consiste à effectuer maintes légères retouches, présente des problèmes faciles à comprendre. Pour n'en citer qu'un, il faut un certain temps pour qu'une modification du rythme de l'expansion monétaire produise pleinement ses effets sur le niveau des dépenses de l'économie. Dans ce monde toujours avide de résultats, on a parfois négligé de prendre ces longs délais de réponse en considération, et certaines modifications ont été apportées à l'orientation de la politique monétaire à des moments mal choisis. Mais, même lorsque ces délais ne sont pas négligés, ils exigent, pour que les changements relativement précis et portants sur une période d'au moins un an. Je ne veux pas laisser l'impression de vouloir discrediter la prévision économique, mais je suis convaincu que les meilleurs spécialistes dans ce domaine admettront que des prévisions portant sur une période d'un an ou plus sont sujettes à de grandes marges d'erreurs. Lorsqu'on essaie de faire des prévisions sur une période beaucoup plus longue qu'un semestre, l'éventail des solutions possibles devient assez large et la boule de cristal s'embrume quelque peu. Il faut également tenir compte

is not what happens tomorrow but what happens two or three or more years from tomorrow. There would in fact be nothing very difficult about economic policy if one could be sure that the world would end in six months. It is the possibility that it will not that makes economic policy challenging.

du fait que, même si un prévisionniste exceptionnellement clairvoyant parvenait à donner une image claire et précise de ce que sera la situation à moyen ou à long terme, il lui serait difficile de convaincre les autres de la justesse de ses vues, surtout si celles-ci semblent devoir entraîner l'adoption de mesures peu agréables.

J'aimerais m'arrêter sur un problème bien particulier que l'on rencontre présentement lorsqu'on désire faire des prévisions économiques s'étendant au-delà de l'avenir immédiat. Faire des prévisions économiques signifie nécessairement s'intéresser à des flux financiers, à des flux de revenus et de dépenses, d'épargne et d'investissement, d'emprunts et de prêts, lesquels flux sont tous exprimés en termes monétaires. Toutefois, en fin de compte, ce ne sont pas ces flux-là qui sont les plus importants, mais plutôt les flux réels ou matériels — les flux de biens et de services, ainsi que les possibilités d'emploi. Ce qui se passe dans le monde de la finance n'a d'importance que dans la mesure où cela touche le monde réel; et ces dernières années, il est devenu encore plus difficile de prévoir l'incidence des flux financiers sur les flux réels. Cette difficulté additionnelle est attribuable à l'apparition d'attentes inflationnistes. La réaction de l'économie canadienne, ou de toute autre économie comparable, à des modifications données des flux financiers est actuellement fortement influencée par les attentes des gens en ce qui concerne le rythme futur de progression de la vague inflationniste, et celles-ci sont extraordinairement difficiles à jauger. Cette complication rend, je crois, bien plus complexe l'établissement d'une prévision et d'une planification économiques valables.

Ces diverses considérations constituent pour moi de puissants arguments en faveur d'une expansion monétaire marquée au coin de la modération et de la stabilité. En pratique, les chances de régulariser cette expansion avec toute la précision voulue sont assez piètres. Il est évident, et on ne peut que le regretter, que les responsables de la gestion économique du monde occidental ont ces dernières années commis plus d'une grosse erreur de calcul et plongé certains pays dans de graves difficultés. La sagesse semble nous exhorter à plus de prudence.

Il est possible que vous considériez cet appel à la prudence comme simplement normal de la part d'un dirigeant de banque centrale. En tout état de cause, je ne vous demande pas de m'en excuser. Une banque centrale est un endroit approprié pour surveiller les fluctuations de l'évolution économique au pays et à l'étranger, et la conclusion la plus frappante à tirer de cet examen est que le fonctionnement correct de l'économie dépend lui-même du bon fonctionnement d'un très grand nombre d'éléments divers. Cette considé-

ration explique probablement la prudence des dirigeants des banques centrales. Ils savent pertinemment bien que, quelle que soit la souplesse de la politique monétaire, elle ne peut à elle seule contrebalancer les importants dérèglements qui se produisent dans d'autres secteurs du système économique. Ils savent également que les processus économiques sont lents et que le succès d'une politique économique ne se juge pas d'après ce qui se passera demain, mais bien d'après ce qui se produira dans deux ou trois ans, ou même plus tard. De fait, la politique économique ne présenterait que très peu de difficultés si l'on pouvait être certain que la fin du monde arriverait dans six mois. C'est justement parce qu'il n'en sera probablement pas ainsi, que la politique économique est une discipline si passionnante.

Cover:

England: Silver Cromwell Crown 1658

One of the most interesting personages in English history is Oliver Cromwell. Appointed Lord Protector following the execution of Charles I in 1649, Cromwell was the virtual ruler of England for nearly a decade. During the latter part of this period a magnificent series of coins bearing Cromwell's portrait was struck. The crown or five shilling piece, the obverse of which is shown on the cover, is a typical example of this coinage. The most advanced minting machinery and one of the finest engravers of the day, Thomas Simon, were employed in its production. Some of the denominations even had a Latin inscription in raised letters around the edge. Translated the inscription read "Let no one remove these (letters) from me under penalty of death" and was a warning against the common practice at that time of 'clipping' metal from the edges of coins in order to sell it. The obverse legend is also in Latin and means, "Oliver, Protector of the Republic of England, Scotland, Ireland, etc. by the grace of God." The 1658 crowns were probably intended for circulation but did not circulate to any significant degree due to Cromwell's death in September of that year. The piece illustrated on the cover is part of the National Currency Collection of the Bank of Canada.

Photography by J. A. Haxby, Bank of Canada.

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.
CN ISSN 0045-1460

Couverture:

Angleterre: Couronne Cromwell en argent, 1658

Oliver Cromwell est un des personnages les plus intéressants de l'histoire d'Angleterre. Après l'exécution de Charles 1^{er} en 1649, il reçut le titre de lord-protecteur et gouverna pratiquement l'Angleterre pendant près d'une décennie. C'est vers la fin de cette période que fut frappée une série de magnifiques pièces de monnaie à l'effigie de Cromwell. La couronne ou pièce de cinq shillings, dont l'avvers est reproduit en page couverture, est un échantillon des pièces frappées à cette époque. On eut recours aux outils les plus perfectionnés et aux services de Thomas Simon, l'un des meilleurs graveurs de son temps. Sur la tranche de certaines de ces pièces était inscrite en relief une légende latine qui pour- rait se traduire comme suit: «Défense de les enlever (les lettres) sous peine de mort». Cette interdiction fut inspirée par l'usage, courant à cette époque, de limer la tranche des pièces afin de vendre les rognures. La légende latine qui apparaît à l'avvers signifie: «Oliver, par la grâce de Dieu protecteur de la République d'Angleterre, d'Écosse, d'Irlande, etc.». Les couronnes au millésime de 1658, bien que probablement frappées pour être mises en circulation, ne furent presque pas utilisées par suite d'un décès de Cromwell en septembre de cette même année. L'échantillon reproduit en page couverture fait partie de la Collection nationale de monnaies.

Photographie: J. A. Haxby, Banque du Canada.

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.
CN ISSN 0045-1460

Assessing the performance of macroeconomic models in policy analysis

T. Maxwell

In recent years considerable progress has been made in tackling the complex problems associated with evaluating an econometric model. However, in the absence of a theoretical norm against which to compare the behaviour of a model, it is necessary to resort to less formal tests based on the purpose for which the model has been designed. A previous article on this subject outlined some of the tests that can be applied in attempting to evaluate a model when it is used for forecasting purposes.* The other major use of macroeconomic models is to simulate, in a consistent and replicable fashion, the implications of alternative policy options. This article will focus on the more difficult problem of attempting to evaluate the performance of a model used for this purpose.

In using an econometric model to assess the possible effects of alternative policy options, we are primarily interested in the model's ability to capture plausibly the dynamic adjustment process that would follow a policy change. Since econometric models can provide valuable insight into the direction and likely magnitude of the complex changes that would follow a policy shock and the time lags involved in the adjustment process, they are widely used for this purpose. However, the extent to which one can have confidence in the results produced by a model clearly depends very much on the ability of the model to depict accurately the underlying economic process.

*See: T. Maxwell, Validation of macroeconomic models: some reflections on the state of the art, *Bank of Canada Review*, November 1975.

Mr. Maxwell is an Assistant Chief in the Research Department.

L'évaluation des modèles macroéconomiques destinés à l'analyse des politiques

T. Maxwell

Ces dernières années, la recherche d'une solution aux problèmes complexes que comporte l'évaluation des modèles économétriques a fait des progrès considérables. Toutefois, vu qu'il n'existe pas de critère théorique pour évaluer les propriétés d'un modèle, il faut se contenter de tests moins formels, qui tiennent compte du but pour lequel le modèle a été conçu. Dans un autre article consacré à ce sujet, nous avons étudié quelques-uns des tests qui peuvent servir à évaluer l'aptitude d'un modèle à effectuer des prévisions*.

Autre importante raison d'être des modèles macroéconomiques: ils servent à simuler, selon une logique précise et par des essais qui peuvent être répétés, les implications de diverses politiques. Le présent article traite du difficile problème de l'évaluation des résultats produits par un modèle utilisé à cette fin.

Lorsqu'on se sert d'un modèle économétrique pour évaluer les effets éventuels de diverses politiques, on cherche surtout à déceler l'aptitude du modèle à saisir avec un certain degré d'exactitude le processus dynamique d'ajustement consécutif à tout changement de politique. Comme les modèles économétriques sont à même de fournir des renseignements précieux sur l'orientation et sur l'ampleur probable des changements complexes provoqués par un changement de politique ainsi que sur la dynamique de l'ajustement, ils sont largement utilisés à ces fins. Toutefois, le degré de confiance que peuvent inspirer les résultats obtenus à l'aide d'un modèle dépend, il va de soi, dans une large mesure de l'aptitude de ce modèle à représenter avec précision le processus économique fondamental.

*Voir: T. Maxwell, La validation des modèles macroéconomiques: quelques réflexions sur l'état actuel des connaissances en la matière, *Revue de la Banque du Canada*, Novembre 1975.

M. Maxwell est Chef adjoint au Département des recherches.

One of the primary reasons for building macroeconomic models has been to move away from the traditional framework of partial analysis in which the effect of a policy change on one sector, for example the housing sector, is examined under the assumption that all other sectors of the economy, including the financial sector, remain unaffected. Model builders have been very conscious of the short-comings of this type of analysis for assessing the effects of alternative options in a real world where the economy is continually reacting in a simultaneous fashion to disturbances. With a macroeconomic model it becomes possible to examine the working-out of an adjustment process while still maintaining the simultaneous nature of the model. Essentially macroeconomic models are made up of inter-related sets of equations that attempt to capture the principal cause-effect relationships of economic behaviour. The economic theory on which the model is based is expressed in terms of causal relationships linking the equilibrium values of major economic aggregates. However, since in the real world the economy does not adapt instantaneously to a disturbance but does so only over a period of time, in order to obtain an empirical representation of such a system, it is necessary for the model builder to specify the adjustment processes implicit in the causal relationships. Indeed, as disturbances are continually occurring in the economy and many of the adjustment processes are lengthy, models of macroeconomic systems tend to be dominated by these adjustment processes rather than the equilibrium relationships.

Before turning to a discussion of the ways of evaluating the behaviour of a model when it is used for policy analysis, it may be helpful to describe in more detail the kind of adjustment processes that can be expected to occur following a policy shock. The example that has been chosen is a possible representation of the adjustment of the Canadian economy to an exogenous increase in demand resulting from a permanent increase in federal government expenditures on goods and services. While this description has been drastically simplified, it may nevertheless lay the foundations for a better understanding of the tests that can be applied in attempting to assess a model.

In examining the adjustment processes involved, probably the most important categorization to be made is in terms of the timing of the response. Thus in our example, before there is any increase in domestic production in response to the increase in aggregate demand, part of the

En fait, la construction de modèles macroéconomiques a principalement comme justification le désir d'abandonner le cadre traditionnel de l'analyse partielle, dans laquelle l'étude des conséquences d'une modification de politique dans un secteur, celui du logement par exemple, repose sur l'hypothèse que cette modification n'a de répercussion sur aucun des autres secteurs de l'économie, même pas sur le secteur financier. Les constructeurs de modèles sont bien conscients des faiblesses que présente ce type d'analyse lorsqu'il s'agit d'évaluer les conséquences de différents choix dans le monde réel, où tous les secteurs de l'économie réagissent sans cesse et simultanément aux perturbations qui se produisent. Le modèle macroéconomique permet d'étudier comment se déroule le processus d'ajustement sans l'abstraire de son contexte. Les modèles macroéconomiques sont constitués de groupes interdépendants d'équations qui visent à saisir les principales relations de cause à effet qui sous-tendent le comportement économique. La théorie économique sur laquelle repose le modèle est exprimée sous forme de relations causales liant les valeurs d'équilibre des principaux agrégats économiques. Toutefois, vu que dans la réalité l'adaptation de l'économie aux perturbations n'est pas instantanée, le constructeur de modèles doit spécifier les processus d'ajustement inhérents aux relations causales s'il désire obtenir une représentation empirique d'un tel système. De fait, comme l'économie est continuellement sujette à des perturbations et qu'un bon nombre des processus d'ajustement sont lents, les modèles macroéconomiques tendent à être dominés par ces processus d'ajustement plutôt que par les relations d'équilibre.

Avant de passer à l'examen des méthodes d'évaluation du comportement d'un modèle servant à une analyse de politiques, il n'est pas sans intérêt de nous pencher quelque peu sur le genre de processus d'ajustement susceptibles d'être provoqués par un changement de politique. À titre d'exemple, nous avons choisi une représentation possible de l'ajustement de l'économie canadienne à un accroissement exogène de la demande, provoqué par une augmentation permanente des dépenses du gouvernement fédéral en biens et en services. Cette description a été simplifiée à l'extrême, mais elle a le mérite de faciliter la compréhension des tests qui peuvent être utilisés pour tenter d'évaluer un modèle.

Pour qui analyse les processus d'ajustement, il importe probablement avant tout de tenir compte de l'ordre dans lequel se produisent les différentes réactions. Ainsi, pour en revenir à notre exemple, avant qu'une augmentation de la demande globale ne se traduise par une augmentation quelconque de la

increased demand for goods will probably be met from a reduction in inventories, an increase in imports and possibly a decrease in exports. However the total effect of these initial adjustments will probably not fully offset the increase in demand and, as a consequence, production will be increased. This will lead to an increase in man-hours worked but initially to little or no increase in the capital stock. Since these increases in labour input will generally be insufficient to generate all of the increase in production at current levels of output per worker, there will be some increase in productivity over the short-run as the capital stock is used more intensively. In subsequent periods, the capital stock adjustment process will become operative and productivity will return to a more normal trend.

The induced increases in employment and any resulting increase in real wages will tend to be accompanied by higher labour force participation as well as some decline in unemployment rates and possibly an increase in net immigration. Important responses will also be evident in the other major expenditure components of the National Accounts, in particular, personal expenditures, residential construction, inventory investment and certain other components of government expenditures. However, the response of these major expenditure components will depend in part on any adjustments in prices and wages as well as any induced changes in tax and transfer payments. The higher employment and utilization rates will tend to produce upward pressure on wages and prices, though this may be offset to some extent by short-run gains in productivity. The increases in domestic prices and in rates of capacity utilization will add to the induced changes in exports and imports. Over the longer-run, changes in wages and prices may have an effect on the incentive to substitute capital for labour and changes in relative prices may influence other expenditure patterns as well.

This analysis does not take account of the way in which the increase in government expenditures is financed, though this will mainly determine the extent to which prices of financial assets are affected. If the financing is done through increased government borrowing rather than increased taxation, the effect on prices of financial assets will depend very much on the stance of monetary policy. For example, the increased cash requirements might be financed largely through an expansion of the monetary base with relatively little impact on interest rates in the short-run. If, however, monetary policy remains unchanged, forcing the

production intérieure, l'accroissement de la demande intérieure de biens sera probablement satisfait en partie par une diminution des stocks, par une progression des importations, voire par une diminution des exportations. Cependant, l'effet global de ces premiers ajustements ne parviendra probablement pas à compenser intégralement l'accroissement de la demande, de sorte que la production devra augmenter. Il en résultera une progression du nombre d'heures de travail fournies mais, dans un premier temps, le parc de biens d'équipement ne variera guère. Étant donné que cette augmentation quantitative du facteur travail, pour autant que celui-ci soit utilisé avec la même efficacité, ne suffira généralement pas à produire le surplus nécessaire de production, l'utilisation plus intensive des biens d'équipement se traduira à court terme par une certaine hausse de la productivité. Par la suite, le processus d'ajustement des biens de capital se déclencherà et la productivité reviendra à une évolution plus normale.

L'augmentation de l'emploi qui s'ensuivra ainsi que toute majoration des salaires réels qui en découlera à son tour tendront à s'accompagner d'un accroissement du taux d'activité, d'un certain recul du taux de chômage et peut-être d'une progression nette de l'immigration. D'importantes réactions seront également enregistrées au niveau des autres grandes composantes de la dépense dans les comptes nationaux, en particulier au titre des dépenses des ménages, de la construction de logements, des investissements en stocks et de certaines autres composantes de la dépense publique. Néanmoins, la réaction de ces grands éléments de la demande dépendra en partie des ajustements dont les prix et les salaires auront été l'objet et de toute modification apportée à la suite de l'évolution en cours aux paiements de transfert et d'impôts. L'accroissement des taux d'emploi et d'utilisation de la capacité engendreront des pressions à la hausse sur les salaires et sur les prix, phénomène susceptible toutefois d'être compensé dans une certaine mesure par des améliorations de durée de la productivité. L'augmentation des prix intérieurs et des courtes d'utilisation de l'appareil productif viendra renforcer les variations de taux d'utilisation de l'appareil productif et des importations. À long terme, les variations des salaires et des prix peuvent influencer sur l'incitation à remplacer la main-d'œuvre par des biens d'équipement, tandis que les variations des prix relatifs peuvent également avoir une incidence sur le comportement de certains autres éléments de la dépense.

Cette analyse ne tient pas compte du mode de financement de l'augmentation des dépenses publiques, qui est néanmoins le principal déterminant de l'évolution du prix des avoirs financiers. Si ce financement s'opère davantage

financing to be done largely through the sale of marketable securities to the public, the additional Government debt could only be lodged in private portfolios with an increase in interest rates and a consequent effect on capital investment. The rise in interest rates would also probably induce some inflow of capital and as a result have an effect on the exchange rate. However, the over-all consequences for the exchange rate would also depend in part on the effect of the expansionary fiscal policy on the current account balance and on the financing requirements of corporations and provincial-municipal governments.

It is evident from this brief description that the interactions that follow a policy change are extremely complex and that any analysis of the effects requires a great many assumptions both about the way the economy operates and official policy. While an econometric model can be very useful in quantifying the possible economic effects and in providing insight into the adjustment process, its value obviously depends on the extent to which one has confidence in the results.

For the model builder the problems involved in attempting to evaluate a model on the basis of its ability to simulate the effects of a policy change are even more difficult than those faced in testing a model's tracking ability. If a consensus view of the effects of a policy change could be obtained, one possible approach to the problem would be to compare the results obtained from a particular model with this consensus view. The justification for this approach would be that since the consensus view was derived from different models all of which are independently attempting to capture the same elements of the same economic system, such a consensus should have an added degree of truth, and if the response of a particular model differs significantly, then the onus falls on the model-builder to explain why. However, if U.S. experience is any guide, such a consensus is very difficult to obtain,* and, in any case, the dangers of such an approach are obvious. If an independent view of the appropriate response could be developed, then it would be possible to use this as the norm. But as most views of the macroeconomic response to a policy shock are not derived independently of some model, this element of circularity clearly tends to negate the validity of this test.

Faced with a disparity in different models' prognostications of the effects on the major economic aggregates of the same policy shock, model builders have turned their attention to analysing the various processes

*For a discussion of U.S. experience, see: Carl F. Christ, *Judging the Performance of Econometric Models of the U.S. Economy*, International Economic Review Vol. 16 (February 1975), pp. 54-74.

par un recours accru à l'emprunt que par un accroissement des impôts, le cours des avoirs financiers sera influencé dans une très large mesure par l'orientation de la politique monétaire. Par exemple, l'accroissement des besoins de trésorerie peut être largement financé par une expansion de la «base monétaire» et n'avoir à court terme que relativement peu d'influence sur les taux d'intérêt. Par contre, si la politique monétaire n'était pas modifiée de sorte que le financement devrait provenir surtout de la vente au public de titres négociables, l'accroissement de la dette du gouvernement ne pourrait se traduire que par un gonflement des portefeuilles du secteur privé, ce qui provoquerait une hausse du loyer de l'argent et influencerait ainsi le niveau des investissements. Le renchérissement de l'argent entraînerait probablement en outre des entrées de capitaux, qui à leur tour influeraient sur le taux de change. Cependant, les conséquences globales sur le cours du change dépendraient en partie également de l'incidence de l'orientation expansionniste de la politique financière sur la balance des paiements courants, ainsi que sur les besoins de financement des sociétés, des provinces et des municipalités.

Il ressort clairement de ce bref exposé que les réactions en chaîne provoquées par un changement de politique sont extrêmement complexes et que pour analyser les conséquences d'un tel changement, il faut émettre un grand nombre d'hypothèses tant sur le mode de fonctionnement de l'économie que sur la politique des pouvoirs publics. Si un modèle économique peut être très utile pour quantifier les répercussions économiques éventuelles d'un changement de politique et pour donner une idée des processus d'ajustement, sa valeur dépend évidemment de la mesure dans laquelle on se fie aux résultats qu'il fournit.

Pour l'économètre, il est encore plus difficile d'évaluer l'aptitude d'un modèle à simuler les effets d'un changement de politique que de tenter d'en déterminer le pouvoir prédictif. Si les experts pouvaient se mettre d'accord sur les répercussions imputables à un changement de politique, on pourrait éventuellement comparer les résultats obtenus à l'aide du modèle dont on cherche à déterminer la validité avec les vues de ces mêmes experts. Cette méthode se justifie par le fait que, comme les résultats généralement admis ont été obtenus à l'aide de différents modèles conçus en vue de dégager indépendamment les mêmes éléments d'un même système économique, ils devraient cerner la réalité de plus près. Par conséquent, si les effets prédits par un modèle donné diffèrent considérablement des données qui font l'unanimité, il incombe au constructeur d'en expliquer la raison. Toutefois, dans la mesure où on peut s'inspirer de l'expérience des États-Unis en

in a model that interact to produce the total response. The idea is to design a simulation technique that will lay bare the working of these processes in such a way that they can be compared in a consistent fashion with the behaviour of other models of a similar structure. This also enables one to compare the model's representation of the adjustment processes with some independent or prior notions of the way these processes work, gleaned from other sources, such as institutional knowledge. Since most people's understanding of economic processes is formed at a lower level of aggregation than some of the major aggregates explained by a model, or from a somewhat different point of view, the emphasis has to fall on methods of presentation that will expose the workings of the various processes in a model in a way that is reasonably familiar to most people.

There are essentially two methods available to model builders for decomposing the response of a model, which for lack of a generally accepted terminology we shall call "additive" and "subtractive". The additive method starts by examining the response of a small part of the model, for example, the personal consumption and investment sectors, with the rest of the model kept exogenous. The other features of the model are then added in one by one until the response of the model as a whole is being examined. The forte of this approach lies in its use as an expository device since it starts with the simple core model used in introductory economic courses and gradually increases in complexity. The subtractive approach, on the other hand, starts with the whole model and focusses on the various causal links by comparing the response of the model when a particular link is removed or suppressed with the response of the model as a whole. The virtue of this method (to which the rest of this article is devoted) is that it allows the model builder to examine the workings of a particular economic process whilst still maintaining the simultaneous nature of the model. This ensures that a depiction of a process more closely approximates the real world and that comparisons of the model's results with prior knowledge of the way the economy works will have a more valid basis.

In designing simulation experiments, the model builder has to decide which of the many adjustment processes built into a model best capture its essential workings and are most pertinent to an evaluation of the model's response to a policy shock. These experiments take place in the context of differences between a shocked solution and a control solution and are usually carried out within the sample period. Thus the first step

la matière, on peut dire qu'il est très difficile de parvenir à un tel consensus*; en tout état de cause, le danger que présente le recours à ce genre de méthode n'est que trop évident. S'il était possible de formuler une opinion sur la réaction exacte de l'économie sans référence à un modèle donné, on pourrait l'utiliser comme critère. Mais, comme la plupart des idées sur la réaction macroéconomique à un changement de politique ne sont pas obtenues indépendamment d'un modèle quelconque, on se trouve dans un cercle vicieux qui tend visiblement à ôter toute valeur à ce test.

Les pronostics produits par divers modèles en ce qui concerne l'incidence d'un même changement de politique sur les principaux agrégats économiques se révélant très différents, les constructeurs de modèles se sont mis à analyser les divers processus internes dont l'interaction produit la réaction globale. Il s'agit de concevoir une technique de simulation qui mettrait à nu le fonctionnement de ces processus de telle sorte qu'on puisse les comparer de manière homogène avec les propriétés d'autres modèles de structure similaire. Cette façon de procéder permet également de comparer la dynamique d'ajustement du modèle avec d'autres conceptions, a priori ou indépendantes, et qui sont tirées d'autres sources d'information, par exemple de la connaissance du cadre institutionnel. Étant donné que les connaissances qu'ont la plupart des gens des processus économiques sont acquises à un niveau d'agrégation plus restreint que celui de certains des grands agrégats expliqués par le modèle ou sont considérées sous un angle quelque peu différent, il importe de choisir des méthodes de présentation qui expliquent le fonctionnement des divers processus du modèle d'une manière compréhensible.

Il existe essentiellement deux méthodes auxquelles peuvent avoir recours les constructeurs de modèles pour disséquer la réaction d'un modèle, deux méthodes que faute d'expressions consacrées, nous appellerons procédé d'analyse par addition et procédé d'analyse par soustraction. Dans le premier d'analyse par addition et procédé d'analyse par soustraction. Dans le premier cas, on commence par examiner la réaction d'un petit secteur du modèle, par exemple, celui de la consommation des ménages et des investissements, les autres secteurs étant considérés comme exogènes. Ensuite, on ajoute, l'un après l'autre, les secteurs restants du modèle jusqu'à ce qu'on ait examiné l'ensemble de la réaction. Cette méthode offre l'avantage d'avoir un caractère didactique, puisqu'elle part d'un modèle de base enseigné dans

*On trouvera un exposé sur l'expérience américaine dans un article de Carl F. Christ intitulé *Judging the Performance of Econometric Models of the U.S. Economy*, publié dans *International Economic Review* Vol. 16 (février 1975) pages 54 à 74.

is to obtain a control or benchmark solution by having the model solve for the endogenous variables over a period of time using the actual values for the exogenous variables. Another solution is then generated for the same period with one or more of the exogenous variables, for example government expenditures, changed to reflect the policy shock. The difference between the two solutions is the model's representation of the adjustment process following the shock.

The next step is to analyse this response and design a method of presentation that is not merely a mechanistic report of the shocked behaviour of all of the variables explained by the model but one that highlights the adjustment processes involved. First of all, in order to summarize the response of all of the variables explained by the model the results might be presented in terms of aggregate supply and demand; in which case one would show the proportional contribution of each major component of demand and supply to the total shocked response. In the case of aggregate demand, this would include the proportional contribution of government expenditures, exports of goods and services, personal consumption, residential construction, business fixed investment and, if the model permits, intended inventory investment. On the supply side, one would be interested in the proportional contribution of unintended inventory investment, imports of goods and services and domestic production. Since labour and capital are combined in the production of goods, one would also be interested in the proportionate contribution of the number employed, hours worked and new capital stock to the increase in production. As has been pointed out, one would expect that initially there would be little or no increase in capital stock but some short-run increase in productivity. In fact in most macro-models, short-run productivity is the *deus ex machina* which ensures that the increase in supply necessary to meet the increase in demand, as required by the national income accounting framework, is forthcoming. Thus we would want to pay particular attention to the reasonableness of the shocked response of short-run productivity in order to be sure that the model is not building bricks without straw. Short-run productivity is not usually estimated directly in a model, rather its behaviour is implied by the behaviour of the model as a whole. Since the behaviour of such implied relationships are often more revealing of the shocked response of the model than the relationships explicitly explained, the first challenge facing a model builder is to design a method of presentation that will show

les cours d'initiation à l'économie et fait progressivement appel à des éléments plus complexes. Selon la seconde méthode, par contre, on commence par l'ensemble du modèle et on étudie de près les diverses relations causales en comparant la réaction du modèle diminué d'une de ces relations avec la réaction du modèle intégral. L'avantage de cette dernière méthode (à laquelle est consacrée la partie restante de l'article) est qu'elle permet au constructeur du modèle d'étudier le fonctionnement d'un processus économique donné tout en conservant le caractère global du modèle. Ainsi, l'image que donne le modèle d'un processus colle davantage à la réalité et les comparaisons des résultats obtenus à l'aide d'un modèle avec la connaissance a priori du mode de fonctionnement de l'économie reposent sur une base plus solide.

En concevant les expériences de simulation, le constructeur de modèles doit décider lesquels des nombreux processus d'ajustement incorporés au modèle en expliquent le mieux le fonctionnement et sont le plus aptes à évaluer la réaction à un changement de politique. Ces expériences reposent sur l'analyse de la différence entre une solution obtenue à la suite d'un « choc » et une solution de contrôle, et les expériences sont généralement effectuées à l'intérieur de la période échantillonnale. Ainsi, la première étape consiste, pour le constructeur du modèle, à obtenir une solution de contrôle ou de référence en calculant sur une période donnée la valeur des variables endogènes à l'aide des variables exogènes observées. On obtient ensuite une autre solution pour la même période en modifiant une ou plusieurs variables exogènes, par exemple les dépenses publiques, pour refléter le changement de politique. La différence entre les deux solutions représente le processus d'ajustement qui, selon le modèle, sera déclenché par le « choc ».

L'étape suivante consiste à analyser ce phénomène et à concevoir une méthode de formulation des résultats qui ne se limite pas simplement à dresser un compte-rendu mécaniste du comportement enregistré à la suite du « choc » par les variables expliquées par le modèle, mais plutôt à exposer clairement tous les processus d'ajustement provoqués. Tout d'abord on peut, pour résumer la réaction de toutes les variables expliquées par le modèle, présenter les résultats par référence à l'offre et à la demande globales. Dans ce cas, on montrera dans quelle proportion chacune des grandes composantes de l'offre et de la demande explique la réaction globale. En ce qui concerne la demande globale, il s'agira d'explicitier la part imputable aux dépenses publiques, aux exportations de biens et de services, à la consommation des ménages, à la construction résidentielle, aux investissements fixes des entreprises, si le modèle le permet, au stockage délibéré. Du côté de l'offre, on re-

these crucial relationships. It then becomes possible to assess their reasonableness and to compare the response of the model with that of other models.

The next step is to design simulation experiments that expose the workings of the adjustment processes embedded in the model. In this article we have not attempted to discuss these experiments in terms of a particular model, though this is the approach one would have to take in actually carrying out the exercise. Instead for the sake of brevity, the discussion has been cast in terms of a hypothetical model and focussed on the kind of simulation experiments that can be performed to expose the workings of two of the many channels through which the adjustment processes in a model operate, the role of monetary policy and the role of induced wage and price increases in moderating an expansion. For any particular model, these experiments would have to be specifically designed to fit the model's structure and would require a close examination of the theoretical concepts that underlie the equations in the adjustment process being considered.

In general the role of monetary policy can be highlighted by repeating the shock (an increase in government expenditures) under two polar assumptions regarding the stance of monetary policy. For example, with the assumption of an accommodating policy, interest rates would be held at their control values while the monetary base was allowed to expand to the extent necessary to absorb the increased government expenditure. With the alternative assumption of a restrictive policy, the monetary base would be held at its control values while interest rates were allowed to rise to the extent necessary to lodge the increase in government debt in private portfolios. An analysis of the differences between the two shocked responses will yield important information about the causal links in the model that would be affected by the stance of monetary policy and about the magnitude of the changes involved. This information can then be compared with similar information obtained from other models or with prior notions.

An analysis of the shocked response under the two different assumptions for the stance of monetary policy might, for example, show that the major difference between the results obtained lay in the behaviour of prices. The model-builder's intuition and knowledge might lead him to attribute this difference to the role played by induced demand pressure variables in the price and wage equations. In order to check if this

tiendra la part attribuable à la variation involontaire des stocks, aux importations de biens et de services, et à la production intérieure. Puisque le travail et le capital concourent tous deux à la production des biens, il ne serait pas sans intérêt de savoir dans quelle proportion les variations de l'emploi, des heures de travail et des biens d'équipement ont contribué à l'accroissement de la production. Comme mentionné auparavant, on s'attendrait à observer dans un premier temps peu ou point d'accroissement du parc des biens d'équipement, mais une certaine augmentation de courte durée de la productivité. En fait dans la plupart des modèles macroéconomiques, la productivité dans le court terme est le *deus ex machina* grâce auquel se produira l'augmentation de l'offre nécessaire pour satisfaire l'augmentation de la demande, conformément aux principes de la comptabilité du Revenu national. Aussi faut-il examiner avec une attention toute particulière si la réaction à court terme de la productivité à un « choc » semble raisonnable afin de ne pas demander l'impossible au modèle. En général, le modèle ne comporte pas d'estimation directe de la productivité, mais le comportement de celle-ci peut être déduit du comportement du modèle dans son ensemble. Puisque le comportement de ces relations implicites en dit souvent davantage sur la réaction du modèle au « choc » que les relations explicites, la première difficulté à laquelle se heurte le constructeur de modèles est celle de concevoir une méthode qui mette ces relations cruciales en évidence. Il devient alors possible de savoir si elles sont raisonnables et de comparer la réaction du modèle avec celle d'autres modèles.

L'étape suivante consiste à concevoir des expériences de simulation qui illustrent le fonctionnement des processus d'ajustement incorporés au modèle. Dans cet article, nous n'avons pas tenté d'examiner ces expériences en nous référant à un modèle particulier, ce qui aurait été la méthode idéale. Par souci de concision, nous avons préféré prendre comme terme de référence un modèle hypothétique et concentrer notre attention sur le type de simulations qu'on peut effectuer pour montrer le fonctionnement de deux des nombreux circuits par lesquels s'effectuent les processus d'ajustement à l'intérieur d'un modèle, soit l'incidence de la politique monétaire et le rôle des augmentations provoquées des prix et des salaires dans le ralentissement d'une expansion. Quel que soit le modèle considéré, les expériences devraient être spécialement adaptées à la structure du modèle, et les concepts théoriques sur lesquels reposent les équations du processus d'ajustement à l'étude devraient faire l'objet d'un examen minutieux.

is the case, the model builder would design simulation experiments in which the effects of the demand pressure variables (such as capacity utilization and the unemployment rate) in the wage and price equations are neutralized. This can be achieved by keeping the demand pressure variables at their control values in the wage and price equations only and not in the rest of the model and by leaving intact the other basic links between wages and prices in the model, such as the impact of foreign prices on domestic prices and the role of prices and price expectations in wage determination. The differences between the shocked responses when this is done and the results obtained under the two assumptions for monetary policy is the model's representation of this channel, exposed in such a way that the adjustment process can be compared with other models or with one's own views of what is reasonable.

In assessing a policy model one is, of course, not limited to an analysis of the model's response to a change in government expenditures. It would be equally valid to consider the effects of a change in tax rates, a change in monetary policy unaccompanied by change in fiscal policy, or a change in the exchange rate to name but a few of the alternatives. The whole core of the exercise is to design simulation experiments that will expose the dynamics of the causal links embedded in a model in such a way that their reasonableness can be judged, either by comparison with other models or by outside judgement. If as a consequence of this, greater reliance can be placed on a model's ability to predict the effects of policy actions, then this may be regarded as a form of validation of the model.

En général, on peut faire ressortir le rôle que joue la politique monétaire en répétant le « choc » (une augmentation des dépenses gouvernementales) à partir de deux hypothèses opposées concernant l'orientation de la politique monétaire. Ainsi, dans l'hypothèse d'une politique monétaire expansionniste, les taux d'intérêt seraient maintenus à leur valeur de contrôle alors qu'on laisserait la « base monétaire » augmenter dans la mesure nécessaire pour permettre l'absorption du surplus des dépenses publiques. Par contre, dans l'hypothèse d'une politique restrictive, ce serait la « base monétaire » qui serait maintenue à sa valeur de contrôle, tandis qu'on laisserait monter les taux d'intérêt dans la mesure nécessaire pour faire entrer le supplément de titres de la dette publique dans les portefeuilles du secteur privé. Une analyse des différences entre les deux réactions à ces « chocs » fournira des renseignements précieux, d'une part, sur les relations de cause à effet incorporées au modèle et sujettes à l'influence de l'orientation de la politique monétaire et, d'autre part, sur l'ampleur des changements enregistrés. Ces données pourront alors être comparées aux renseignements similaires obtenus à l'aide d'autres modèles ou aux notions a priori.

Une analyse de la réaction provoquée dans les deux hypothèses relatives à l'orientation de la politique monétaire pourrait, par exemple, révéler que la principale différence entre les résultats obtenus est imputable au comportement des prix. L'intuition et la science du constructeur du modèle pourraient amener à attribuer cette différence au rôle joué dans les équations des prix et des salaires par les variables qui traduisent les pressions provoquées par l'excédent de la demande. Pour vérifier s'il en est vraiment ainsi, le constructeur du modèle concevra des expériences de simulation dans lesquelles les effets des variables précitées (telles que l'utilisation de la capacité et le taux de chômage) dans les équations des salaires et des prix seront neutralisés. Il y parviendra en conservant aux variables traduisant les pressions de la demande leur valeur de contrôle dans les équations des salaires et des prix seulement, et non pas dans le reste du modèle, et en se gardant de modifier les autres liens fondamentaux entre les salaires et les prix dans le modèle, ainsi par exemple les répercussions des prix étrangers sur les prix intérieurs, ainsi que le rôle des prix et des anticipations en matière d'évolution des prix dans la détermination des salaires. Les différences entre les réactions à la politique monétaire constituent la façon dont le modèle présente ce circuit; cette méthode permet de comparer la dynamique d'ajustement du modèle étudié à celle d'autres modèles ou à nos conceptions de ce qui est raisonnable.

Il va de soi que celui qui évalue un modèle de ce type n'est pas tenu de se contenter d'analyser la réaction du modèle à une modification dans le domaine des dépenses publiques. Il peut tout aussi bien examiner l'incidence d'une modification d'un taux d'imposition, ou d'un changement de la politique monétaire qui ne serait pas accompagné d'une modification de la politique fiscale, ou encore d'une variation du taux de change, pour ne mentionner que quelques-uns des choix possibles. Le but de cet exercice est de concevoir des expériences de simulation qui dévoileront la dynamique des liens de cause à effet incorporés dans un modèle de telle manière qu'on puisse juger de leur justesse par comparaison avec des données provenant d'autres modèles ou établies à partir d'autres critères. Si ces expériences peuvent nous amener à avoir plus de confiance dans l'aptitude d'un modèle à prévoir les répercussions de certaines mesures, on peut les considérer comme une méthode d'évaluation de ce modèle.

Cover:

Lower Canada: Copper 'Bout de l'Île' Token Circa 1808

In 1808 three bridges were built linking "Bout de l'Île" or the east end of Montréal Island, with the mainland via Bourdon Island. The "Bout de l'Île" bridge connected Montréal Island with the smaller Bourdon Island and from there two bridges, the Lachenaie bridge and the Repentigny bridge, were built linking Bourdon Island with the mainland at the confluence of the Assumption and St. Lawrence Rivers. Lachenaie was located on one side of the mouth of the Assumption River and Repentigny on the other. Tolls were charged on the bridges and a series of tokens were manufactured to serve as tickets. There were three different obverses, as the token used depended upon the particular bridge a traveller began his journey. The piece illustrated on the cover for example, was for use beginning at the Repentigny bridge. A translation of the inscription would read "FROM REPENTIGUY TO THE ISLAND OF MONTRÉAL OR TO LACHENAIE". Note the English engraver's inadvertent substitution of a u for the last n in REPENTIGNY and an n for the u in OU. Each obverse was coupled with four different reverses that read PERSONNE (a person on foot), CALECHE (open carriage), CHEVAL (horse) or CHARRETTE (cart). The toll for each mode of travel was different, hence the need for separate tokens. The 'Bout de l'Île' tokens were in use for only a short time, because the bridges were swept away during a spring thaw and were not rebuilt. The token illustrated on the cover is part of the National Currency Collection of the Bank of Canada.

Photography by J.A. Haxby, Bank of Canada.

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.
CN ISSN 0045-1460

Couverture:

Bas-Canada: Jeton en cuivre «Bout de l'Île», vers 1808

En 1808, trois ponts furent construits pour relier, par l'Île Bourbon, le «Bout de l'Île», soit l'extrémité est de l'Île de Montréal à la terre ferme. Le pont du «Bout de l'Île» assurait la liaison entre l'Île de Montréal et la petite Île Bourbon; de cette île, le pont de Lachenaie et celui de Repentigny menaient, de chaque côté de l'embouchure de la rivière l'Assomption, vers les deux villages du même nom. Les ponts étaient à péage et le droit de passage était acquitté à l'aide de jetons. Ces derniers avaient trois types d'avvers, et le voyageur utilisait un jeton différent selon le pont qu'il empruntait en premier lieu. La pièce reproduite en couverture, par exemple, était en usage au départ de Repentigny et portait la légende suivante: «DE REPENTIGUY À L'ISLE DE MONTRÉAL ON LACHESNAYE». Le graveur, un Anglais, avait substitué par inadvertance un u au dernier n de REPENTIGNY et un n au u de OU. Pour chaque avers, il y avait quatre revers différents, portant selon le cas la mention: PERSONNE, CALÈCHE, CHEVAL OU CHARRETTE. Le péage variait suivant le mode de transport, d'où la nécessité de jetons différents. Les jetons du «Bout de l'Île» n'ont servi que pendant un court laps de temps; les ponts furent emportés par les glaces lors d'un dégel printanier et ne furent pas reconstruits. Le jeton reproduit en page couverture fait partie de la Collection nationale de monnaies.

Photographie: J.A. Haxby, Banque du Canada.

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.
CN ISSN 0045-1460

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

to the Fredericton Chamber of Commerce
Fredericton, N. B., 23 June 1976

May I begin, Mr. Chairman, by saying that I am most grateful for the invitation to speak to the Fredericton Chamber of Commerce on the same day as the Board of Directors of the Bank of Canada is meeting here.

The Board usually holds its meetings at our head office in Ottawa but it has been our policy to arrange periodic meetings in other parts of Canada. Directors come from right across the country - two from Ontario, two from Quebec and one from each of the other eight provinces. Other members of the Board are the Deputy Minister of Finance, the Senior Deputy Governor and myself as Chairman. Meetings like this one give the Directors of the Bank the opportunity to see and hear something at first hand of economic conditions in the various regions of Canada. I would not, however, want you to think that back in Ottawa we are by any means totally ignorant of events in New Brunswick. Quite apart from other channels, our Director from your Province, Mr. John Burchill, sees to it at our Board meetings that we are well informed. We are indebted to him for the invitation to meet in Fredericton and for many of the arrangements that have been made for us. We are delighted to be here and we look forward to talking with many of you. We expect to leave with a better understanding of your circumstances and problems, many of which are certainly matters of serious concern.

At the same time I should make it clear that the operations of the Bank of Canada, which are essentially directed at controlling the rate of expansion of the money supply in Canada as a whole, necessarily have an impact that is national in scope. The major way in which our activities can be helpful to your Province, or to any other region, is in the extent to which they ensure that its economic activities are carried out within

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

à la Chambre de Commerce de Fredericton,
Fredericton (Nouveau-Brunswick), le 23 juin 1976

Permettez-moi, Monsieur le Président, de commencer par vous dire combien je vous suis gré de m'avoir invité à prendre la parole à la Chambre de Commerce de Fredericton en ce jour où le Conseil d'administration de la Banque du Canada se réunit dans votre ville.

Les réunions de notre Conseil d'administration ont généralement lieu à Ottawa, au Siège de la Banque, mais nous tenons à organiser périodiquement des réunions dans d'autres villes du pays. Les Administrateurs viennent de toutes les régions du pays: deux de l'Ontario, deux du Québec et un de chacune des huit autres provinces. Font également partie du Conseil le Sous-ministre des Finances, le Premier sous-gouverneur, et moi-même en qualité de Président. La tenue par le Conseil de réunions dans des villes autres qu'Ottawa donne aux Administrateurs de la Banque l'occasion de s'informer sur place de l'évolution des conditions économiques dans les diverses régions du Canada. Je ne voudrais cependant pas vous laisser l'impression que, du Canada, nous ignorons totalement ce qui se passe au Nouveau-Brunswick. En plus de nos autres sources de renseignements, nous avons en la personne de M. John Burchill, qui réside dans votre province, un membre du Conseil d'administration qui veille lors de nos réunions à ce que nous soyons bien informés à ce sujet. Nous lui sommes obligés de nous avoir invités à nous réunir à Fredericton et d'avoir grandement contribué à préparer notre séjour chez vous. Nous sommes ravis de nous trouver ici et espérons avoir l'occasion de nous entretenir avec nombre d'entre vous. Nous pourrions ainsi repartir avec une meilleure compréhension de votre situation et de vos problèmes, dont beaucoup donnent incontestablement matière à vive préoccupation.

En même temps, je tiens à préciser que les opérations de la Banque du Canada, qui visent essentiellement à contrôler le rythme de l'expansion monétaire

the framework of a strong and expanding national economy.

Today I want to say something about the nature of the problems facing our economy and about the kind of public policies that we need in Canada, both to permit the current economic recovery to continue and to provide a sound basis for sustained growth in the future. In the course of my remarks I shall concentrate on monetary policy since that is the area in which the Bank of Canada has responsibility.

Let me begin by reminding you of some features of the economic situation in Canada as they were last summer. Prices were continuing to rise at rates appreciably in excess of 10 per cent a year. Although the average increase in real output per worker is usually around 2 per cent a year, rates of pay were being inflated by increases averaging in excess of 15 per cent a year, with many settlements substantially above that figure. A gap of well over \$4 billion a year had opened up between our spending on foreign goods and services and the export earnings we were generating to pay for them. Our national unemployment rate had risen to around 7 per cent of the labour force even though the downturn in economic activity from which Canada was just beginning to recover had been much less severe than in the United States and many overseas countries. At the same time Canada was entering the recovery period of the business cycle with a significantly higher continuing rate of inflation than that of its main trading partner.

There were a number of related reasons for anxiety about how these difficulties could be overcome.

One reason was that the standard policy prescription followed in past recessions in order to bring the economy back to more normal levels of production and employment was unlikely to work well in the situation we found ourselves in last summer. In previous recessions when people still had little experience of rapid inflation, the general policy approach followed in Canada and other countries had been for governments to increase their expenditures substantially without a corresponding increase in tax revenues and sometimes indeed with tax reductions; meanwhile the central bank would expand the money supply fast enough to prevent this increase in government borrowing from pushing interest rates upwards. Looking back now, it seems clear that excessive reliance around the world on these highly expansionary policies in order to get quick results in the short run has been one of the main reasons for the rising trend of inflation rates over the longer run. By last year, with inflation running at double-digit levels, that approach involved far greater risks than ever before.

dans l'ensemble du pays, ont nécessairement une incidence nationale. La meilleure façon pour nous de servir votre province, comme toutes les autres régions du pays, consiste à veiller à ce que l'activité économique s'y déroule dans le cadre d'une économie nationale forte et prospère.

Aujourd'hui, je voudrais vous parler de la nature des problèmes devant lesquels notre économie se trouve placée, et du type de politique dont le Canada a besoin, à la fois pour assurer la poursuite de la reprise en cours et pour poser les fondements solides d'une croissance ininterrompue. Mes commentaires porteront avant tout sur la politique monétaire, qui est la sphère de compétence de la Banque du Canada.

Faisons, pour commencer, un rappel des principales caractéristiques de la situation économique enregistrée au Canada l'été dernier. Les prix continuaient de monter à des taux sensiblement supérieurs à 10% l'an. Bien que l'accroissement moyen de la production réelle par travailleur soit généralement de l'ordre de 2% l'an, les taux de rémunération montaient en moyenne de plus de 15% l'an, et nombre d'accords salariaux prévoyaient des majorations encore bien plus élevées. Un écart dépassant largement les 4 milliards de dollars, en chiffres annuels, était apparu entre le montant de nos achats à l'étranger de biens et de services et le chiffre des recettes d'exportation qui devaient servir à les payer. Le taux de chômage atteignait dans notre pays quelque 7% de la population active, même si le ralentissement de l'activité économique, dont le Canada commençait à peine à se relever, avait été beaucoup moins prononcé chez nous qu'aux États-Unis et que dans nombre d'autres pays d'outre-mer. Parallèlement, le Canada entrait dans la période de reprise conjoncturelle talonné par une poussée inflationniste persistante sensiblement plus forte que celle qui sévissait chez ses principaux partenaires commerciaux.

Plusieurs causes de préoccupation incitaient les Canadiens à se demander comment remédier à ces difficultés.

Une de ces causes était que la politique appliquée traditionnellement en période de récession pour ramener l'économie à des niveaux normaux de production et d'emploi avait peu de chances de donner des résultats satisfaisants dans la situation où nous nous trouvions l'été dernier. Lors des récessions précédentes, l'inflation rapide n'étant encore qu'un phénomène mal connu, le Canada et d'autres pays avaient en général augmenté considérablement leurs dépenses sans accroître dans une même proportion leurs recettes fiscales, voire en réduisant les impôts; entre temps, les banques centrales accroissaient la masse monétaire de façon à empêcher la progression ainsi provoquée des besoins de financement de l'État d'entraîner une hausse des taux d'intérêt. À la lumière de l'expérience, il nous semble maintenant évident que

Such policies would certainly have increased the total amount of spending by Canadians, and no doubt some part of this additional spending would have encouraged higher levels of production and employment in Canada, at least for a time. The risk was, however, that much of this additional spending would simply lead to still higher costs and prices in this country and to still higher imports from abroad. This was particularly so at a time when Canadians generally had come to fear that rapid inflation was likely to continue or even accelerate, and were anxiously seeking to gain as much protection as possible from its impact through substantial increases in their own prices and money incomes.

Another reason for being concerned was that if costs and prices in Canada continued to rise at rates as high or higher than those we had already been seeing for some time, Canadian industry would soon find itself in a steadily worsening position in terms of its ability to meet foreign competition both here in Canada and in export markets. This was not the first time in our history that more rapid inflation in Canada than in the United States had posed this particular danger, but invariably in the past we had not let a situation of this kind continue for long. This is the main reason why the external value of the Canadian dollar has remained as close to parity with the United States dollar as it has for so many years.

There is of course the possibility, in theory at least, that a continuing higher rate of inflation in Canada than in the United States could be accommodated by a movement over time of the exchange rate, but it would be a serious error to suppose that such accommodation would work smoothly. One has only to look at the experience of other countries to see how disruptive the movements in exchange rates can be between countries with appreciably different patterns of inflation. From the point of view of a country's foreign trade it is much more sensible to aim for at least as good, and preferably better, performance in domestic costs and prices than in the countries with which it trades. It is interesting, and in my view instructive, to observe that after all the movements of and in my view instructive, to observe that after all the movements of the foreign exchange rates of many countries in recent years, it is those countries with the best records of dealing with domestic inflation that have emerged as being in the strongest positions in international trade.

By far the most important reason for being alarmed about where we were heading, however, was that this particular upsurge of inflation was simply the latest and most severe of a number of such episodes, each of which had turned out to be more serious than the last. Only two or three years earlier few Canadians would have thought it possible that they

le recours exagéré à ces politiques fortement expansionnistes appliquées un peu partout dans le monde afin d'obtenir pour le court terme des résultats rapides a été une des principales causes de la tendance à l'aggravation à long terme de l'inflation. L'inflation ayant atteint un taux à deux chiffres l'an dernier, toute solution de ce genre était devenue encore bien plus périlleuse que jamais.

Une politique semblable aurait certainement augmenté les dépenses globales des Canadiens, et il est certain qu'une partie de cette dépense additionnelle aurait favorisé, au moins provisoirement, un accroissement de la production et de l'emploi au Canada. Il y avait danger, toutefois, qu'une bonne partie de l'augmentation des dépenses ne provoquât simplement une hausse encore plus forte des coûts et des prix au Canada, ainsi qu'un accroissement encore plus marqué des importations. D'autant plus qu'à cette époque les Canadiens en étaient généralement arrivés à craindre une continuation ou même une accélération de l'inflation rapide qui sévissait au pays, et s'évertuaient à se protéger autant que possible de l'incidence de l'inflation en accroissant considérablement leurs propres prix ainsi que leurs revenus nominaux.

Autre sujet de préoccupation: si les coûts et les prix continuaient d'augmenter au Canada à un rythme aussi élevé ou plus élevé que celui qui était enregistré depuis un certain temps, la situation de l'industrie canadienne deviendrait de plus en plus mauvaise quant à sa capacité de concurrencer les fournisseurs étrangers, tant au Canada que sur les marchés d'exportation. Ce n'était pas la première fois dans notre histoire qu'une évolution inflationniste plus rapide au Canada qu'aux États-Unis exposait notre pays à ce danger-là, mais dans le passé nous n'avions jamais laissé une telle situation persister longtemps. C'est d'ailleurs la principale raison pour laquelle le cours du dollar canadien est resté aussi proche de la parité avec le dollar américain pendant tant d'années.

Il est évidemment possible, au moins en théorie, de compenser l'effet d'un taux d'inflation persistante plus élevé au Canada qu'aux États-Unis par une modification graduelle du cours du dollar canadien, mais ce serait une erreur grossière de supposer qu'un ajustement de ce genre se ferait sans heurt. Il suffit d'observer ce qui se passe dans d'autres pays pour constater à quel point les variations des taux de change peuvent perturber les relations entre des pays affectés par une inflation aux caractéristiques sensiblement différentes. D'un point de vue strictement commercial, il est beaucoup plus logique pour un pays donné de viser à ce que les prix et les coûts suivent à l'instar de ses frontières une évolution au moins aussi bonne, sinon meilleure, que celle des pays avec lesquels il commerce. Il est intéressant et à mon avis

would be witnessing double-digit inflation in 1975 in the midst of world-wide recession. If we continued to follow much the same sort of policies that had permitted episodes of this kind to occur in the past, what was to prevent the rate of inflation from reaching, say, 20 to 25 per cent a year in the next such episode? Given the degree to which confidence in the future value of money had already been shaken in Canada in recent years, how could our market economy possibly be restored to any kind of lasting health and vigour in the absence of convincing evidence that inflation not only could be but most certainly would be brought under firm control and kept under firm control in this country?

These, then, were in my view the main grounds for concern about the course that the Canadian economy seemed to be on last year just prior to the launching of the anti-inflation programme.

The programme is now well into its first year, and although it is still too early to judge what degree of success it will ultimately achieve, I believe that it continues to have a good chance of bringing the rate of price increase down very substantially over the next year or two. Encouraging progress has already been made. At the absolute minimum, it is surely fair to say that the programme has already gone a long way towards calming the more extreme manifestations of the inflationary psychology that gripped Canada not so many months ago. At the same time the economy has continued to grow – not as rapidly as in the early stages of past recoveries, perhaps, but then that was hardly to be expected in present circumstances.

As you know, the anti-inflation programme depends crucially on the fiscal policies of the federal and provincial governments and on monetary policy to keep the growth of public and private spending within moderate limits, while at the same time it supplements these policies by providing a mechanism for intervening directly in price and income decisions. I don't propose to say very much today about these other important elements of the over-all programme, but I would like to say something about the role of monetary policy.

Perhaps the place to start is to remind you that the main job of the Bank of Canada is to regulate the rate at which the total quantity of money in this country is increased over time. A growing economy needs a growing stock of money, but if the quantity of money in the hands of the public is allowed to expand too rapidly, sooner or later its value will fall. The value of money simply reflects the quantity of goods and services that you can obtain in exchange for it – that is, it is the inverse of the price level. When the price level goes up, the value of money goes

instructif, après avoir observé les fluctuations enregistrées par le cours d'un grand nombre de monnaies ces dernières années, de constater que les pays qui ont le plus de succès sur le plan du commerce extérieur sont ceux-là mêmes qui ont le mieux tenu tête à l'inflation.

Le motif de loin le plus important que nous avons de nous inquiéter de l'avenir était, cependant, que cette poussée particulière d'inflation était tout simplement le dernier et le plus pénible d'une série d'épisodes dont chacun s'était révélé plus néfaste que le précédent. Seulement deux ou trois ans plus tôt, bien peu de Canadiens auraient cru qu'il pourrait leur arriver de vivre en 1975, en plein cœur d'une récession mondiale, un taux d'inflation à deux chiffres. Si nous avons continué d'appliquer des politiques semblables à celles qui ont permis le type d'épisodes que nous avons connus dans le passé, qu'est-ce qui pourrait empêcher l'inflation d'atteindre, mettons, un rythme annuel de 20 à 25% au prochain épisode? De fait, étant donné la mesure dans laquelle la confiance en la valeur future de la monnaie avait déjà été ébranlée au Canada ces dernières années, comment pouvait-on espérer rendre une santé et une vigueur durables à l'économie de marché que nous avons ici, sans prouver de façon convaincante qu'il était non seulement possible mais encore absolument certain qu'on allait maîtriser l'inflation au Canada, et ce pour de bon.

Tels étaient, à mon avis, les principaux sujets d'inquiétude quant à l'évolution prévue de l'économie canadienne il y a un an, peu avant la mise en œuvre du programme de lutte contre l'inflation.

Ce programme aura bientôt un an, et bien qu'il soit encore trop tôt pour prévoir dans quelle mesure il sera couronné de succès, je crois qu'il a toujours de bonnes chances de ralentir très considérablement la hausse des prix au cours des douze à vingt-quatre prochains mois. Des progrès encourageants ont déjà été réalisés. Il est certainement à tout le moins permis de dire que le programme a déjà considérablement contribué à apaiser les plus extrêmes manifestations de la psychologie inflationniste qui s'est installée au Canada il n'y a pas si longtemps. Parallèlement, l'économie a continué de croître, peut-être à un rythme moins rapide que celui des précédentes périodes de reprise, mais on ne pouvait guère espérer mieux dans les circonstances actuelles.

Comme vous le savez, le programme de lutte contre l'inflation s'appuie avant tout sur la politique fiscale des gouvernements fédéral et provinciaux ainsi que sur la politique monétaire pour modérer la progression de la dépense des secteurs public et privé, tout en complétant ces politiques par un mécanisme d'intervention directe dans les décisions en matière de prix et de revenus. Je n'ai pas l'intention d'analyser aujourd'hui en détail les autres

down. The control of the quantity of money is therefore an essential element in the control of inflation.

The Bank of Canada has been making a determined effort to keep the money supply growing at a more moderate and steadier pace than in the past. The basic principle underlying the policy of the Bank has been to permit the money supply to grow at a rate consistent with continued economic expansion provided that this is accompanied by some slackening of the rate of inflation. For reasons which I have discussed elsewhere, the particular monetary aggregate whose growth rate the Bank of Canada has tended to regard as the most useful one to focus on for control purposes has been currency plus demand deposits at banks – the main forms of money used directly for making payments in Canada.

Last autumn I gave some indication in public of the general range within which we were trying to keep the growth rate of the money supply during the current period dating from the second quarter of last year. I said that in our view it would be inadvisable for the time being to aim at reducing the trend rate of monetary growth below 10 per cent a year, but that on the other hand a rate of growth as high as 15 per cent a year would be much too high. In the event, it now looks as though the growth of the money supply over the latest 12-month period measured to the second quarter of 1976 will be close to 10 per cent, that is, at the lower end of the range announced last fall. I regard this outcome as satisfactory, having regard both to the recent performance of the economy and to the need to make progress toward the achievement of the objectives of the anti-inflation programme.

Not everyone is impressed by the fact that for some time now the underlying growth rate of currency and demand deposits in Canada has been kept down to a figure of around 10 per cent a year. They point to the fact that the recent growth rate of currency and demand deposits in the United States has been only about half that figure, that is closer to 5 per cent a year. It should be noted, however, that a more accurate comparison of the growth rates of the main forms of money used for transactions purposes in the two countries requires the inclusion in the Canadian figures of chequeable savings accounts on which interest is paid – a form of money still widely used for making payments in Canada but one that is much rarer in the United States. On this basis the comparable Canadian figure is not 10 per cent a year but 7 per cent. There are other relevant differences between financial developments in Canada and the United States, and I do not regard recent U.S. experience as indicating that the rate of monetary expansion in Canada in the last year has been too high.

éléments importants de ce programme global, mais j'aimerais me pencher quelque peu sur le rôle de la politique monétaire.

Peut-être conviendrait-il de commencer par vous rappeler que la Banque du Canada a surtout pour tâche de régulariser le rythme de croissance dans le temps de la quantité de monnaie dans notre pays. Une économie en expansion a besoin d'un stock croissant de monnaie, mais si on laisse la quantité de monnaie dont dispose le public s'accroître trop rapidement, la valeur de celle-ci est tôt ou tard appelée à fléchir. La valeur d'une monnaie indique simplement la quantité de biens et de services que cette monnaie permet d'acquérir – c'est-à-dire qu'elle évolue en sens inverse du mouvement des prix. Ainsi, quand les prix augmentent, la valeur de la monnaie diminue. Aussi le contrôle de la quantité de monnaie est-il un élément clef du contrôle de l'inflation.

La Banque du Canada est déterminée à s'efforcer de donner à la croissance de la masse monétaire un rythme plus modéré et plus régulier que par le passé. Le fondement de la politique de la Banque a été de permettre à la masse monétaire de croître à un rythme compatible avec une continuation de l'expansion économique, pour autant que celle-ci s'accompagne d'une certaine atténuation de l'inflation. Pour des raisons que j'ai exposées ailleurs, l'agrégat monétaire dont la Banque du Canada tend à considérer la croissance comme la plus utile à étudier aux fins de contrôle est l'ensemble de la monnaie et des dépôts bancaires à vue – les deux principales formes de monnaie utilisées directement comme moyens de paiement au Canada.

L'automne dernier, j'ai énoncé en public les limites générales à l'intérieur desquelles nous tentions de maintenir le taux de croissance de la masse monétaire au cours de la période commençant au second trimestre de la même année. À cette occasion j'avais fait remarquer que, à notre avis, il n'était alors pas opportun de viser à réduire le taux tendanciel d'expansion monétaire à moins de 10% l'an, mais que par contre un taux d'expansion de 15% l'an serait bien trop élevé. Il semble maintenant que le taux de croissance de la masse monétaire sur la période de douze mois qui se terminera avec le second trimestre de 1976 sera de près de 10%, soit à la limite inférieure de la fourchette mentionnée l'automne dernier. Je considère ce résultat comme satisfaisant, compte tenu du comportement récent de l'économie et de la nécessité de travailler à la réalisation des objectifs du programme de lutte contre l'inflation.

D'aucuns ne sont guère impressionnés par le fait que depuis quelque temps le taux fondamental de croissance de la monnaie et des dépôts à vue au Canada ait été maintenu à environ 10% l'an. Ils font remarquer que le taux de croissance de la monnaie et des dépôts à vue a été aux États-Unis ces derniers

I would be the last to deny, of course, that the growth rate of the money supply in Canada on either of the definitions to which I have referred is still too high to be consistent both with a stable price level and with continuing real growth of the economy at its long-term trend rate of increase of close to 5 per cent a year. The trouble is that widespread expectations of rapid and continuing inflation are still reflected in many on-going arrangements and contracts in our economy, so that while inflation can be geared down gradually over a period of years, there is simply no way of bringing it to an abrupt halt without having a very disruptive impact on economic activity and employment in Canada.

A notional timetable for gearing down Canada's inflation rate was implicit in the Government White Paper issued last October outlining the main features of the anti-inflation programme. There the possibility was envisaged that the rate of increase in the price level in Canada would be reduced by roughly two percentage points a year over a three-year period. This would bring our inflation rate next year down to around 6 per cent, and in 1978 down further to around 4 per cent.

The possibility of slowing down inflation in Canada in accordance with this general timetable is neither an unrealistic hope nor an overly-ambitious goal. It is, in fact, about the minimum that we must and can achieve if our economy is to become healthy and prosperous again on any lasting basis, and until it is achieved, it must in my view continue to have the highest priority. A programme that attempts to gear down inflation over a three-year period is bound to require a great deal of patience on the part of everyone. But the consequences of a demonstration of failure to deal adequately with our current problem of inflation would be most serious in terms of its effect on confidence and expectations of future inflation. There is simply too much at stake in the effort to which we are now committed to allow it to fail. We are on the right course, and we must stick to it with all the patience and determination we can muster until we have achieved what we set out to do.

With the broad objectives and timetable of the anti-inflation programme in mind, what sort of monetary policy should Canadians expect over the period ahead?

First, we intend to press ahead with the gradual slowing of the pace of monetary expansion that is essential to the success of the anti-inflation programme as a whole. As I have already noted, the growth of the money supply in the form of currency and demand deposits has been kept down to about 10 per cent over the past year. Looking ahead it is clear that the limits of the target range for monetary expansion announced

temps deux fois moins élevé, soit de près de 5% l'an. Il convient cependant de faire remarquer que si l'on veut établir une comparaison précise du taux de croissance des principales formes de monnaie utilisées dans les deux pays pour le règlement des transactions, il faut ajouter aux données canadiennes les statistiques relatives aux comptes d'épargne assortis du droit de tirage par chèque et productifs d'intérêt, car cette forme de monnaie est largement utilisée au Canada comme moyen de paiement, alors qu'elle l'est très peu aux États-Unis. Si l'on tient compte de cet élément dans les données canadiennes, le taux de croissance de la masse monétaire n'est plus de 10% mais bien de 7%. L'évolution financière au Canada et aux États-Unis présente d'autres divergences, et je ne pense pas, à en juger par les données récentes sur l'économie des États-Unis, que le taux d'expansion monétaire enregistré l'an dernier au Canada ait été trop élevé.

Je serais le dernier, naturellement, à nier que le taux de croissance de la masse monétaire au Canada, suivant l'une ou l'autre des définitions retenues, soit encore trop élevé pour être compatible avec une stabilisation du niveau des prix et avec une continuation de la croissance économique réelle à son taux tendanciel de croissance à long terme, qui est d'environ 5% l'an. Malheureusement, l'impression assez généralisée que la rapide poussée inflationniste n'était pas près de prendre fin influe encore sur nombre d'arrangements et de contrats en cours d'exécution; ainsi, l'inflation peut être réduite graduellement sur un certain nombre d'années, mais il n'existe tout simplement aucun moyen de l'enrayer brutalement sans perturber considérablement l'activité économique et l'emploi au Canada.

Le Livre blanc dans lequel le gouvernement exposait en octobre dernier les grandes lignes du programme anti-inflationniste contenait implicitement un calendrier théorique des étapes du ralentissement de l'inflation au Canada. Ce Livre blanc prévoyait que le rythme d'accroissement des prix au Canada serait réduit d'environ 2% par an pendant les trois prochaines années. Ainsi, notre taux d'inflation serait ramené à environ 6% l'an prochain, pour s'établir aux alentours de 4% en 1978.

La possibilité de réduire le taux d'inflation au Canada conformément à cet échéancier général n'est ni un rêve utopique, ni un objectif exagérément ambitieux. Au contraire, cet objectif constitue en quelque sorte un minimum qui peut et qui doit être atteint si nous voulons que notre économie récupère une vigueur et une prospérité un tant soit peu durables, et aussi longtemps que nous n'y serons pas parvenus, la réduction du taux d'inflation devra rester, à mon avis, notre préoccupation première. Un programme visant à maîtriser l'inflation sur une période de trois ans exige nécessairement de tous une bonne dose de patience. Si notre tentative de tenir tête efficacement à l'in-

several months ago are becoming outdated and that before long a somewhat lower range should be regarded as the appropriate one to aim at. The announcement of a lower range should not necessarily be regarded as signalling a change in the current setting of monetary policy. That would only be necessary if the trend rate of monetary expansion prior to such an announcement had been outside the new range.

The second point I want to make has to do with the implications for interest rates of the gradual slowing of the pace of monetary expansion in Canada that we are determined to see. I particularly want to question the tendency of some people to assume that progressively lower rates of monetary expansion must necessarily involve progressively higher rates of interest. This is by no means the case. It is true that so long as the pace of inflation fails to slacken sufficiently the Bank of Canada cannot take action to moderate excessively rapid monetary expansion without being willing to see temporary increases in short-term interest rates. We have faced up to difficult decisions of this kind in the past, and should the necessity arise in the future we would do so again. But to the extent that the rate of inflation in Canada falls, the money value of national income will rise less rapidly and so will the amount of money required to carry on business. It is therefore within the realm of possibility that receding inflation will permit a gradual moderation of money supply growth without the need for significantly higher interest rates than we have at present. Indeed, in an atmosphere of growing confidence that inflation was being brought under control and would be kept under control, interest rates could over time be expected to begin declining, especially long-term rates which now clearly include a sizeable inflation premium. I am offering no forecast whatsoever of how interest rates will in fact move in the months ahead, but I do believe that over the longer run, lower rates of inflation, lower rates of increase in the money supply, and lower interest rates are mutually compatible objectives.

My third point has to do with concern that the economic recovery that is now underway in this country could falter as a result of the effort that is being made to moderate the trend of money supply growth. In this connection I remind you that the Bank of Canada has no intention of cutting back the growth of the money supply at all suddenly or drastically. Given time, our economy can adjust in an orderly way to a gradual lowering of the rate of monetary growth through a gradual reduction in the rate of inflation. Hand in hand with receding inflation we can expect continuing increases in economic activity, with strong support coming from the economic expansion which is now being

flation se soldait par un constat de faillite, les conséquences en seraient des plus lourdes, tant en ce qui concerne le climat de confiance que les anticipations inflationnistes. L'enjeu de la lutte dans laquelle nous sommes présentement engagés est beaucoup trop important pour que nous nous permettions le luxe d'un échec. Nous sommes sur la bonne voie et nous devons persévérer avec toute la patience et avec toute la détermination dont nous sommes capables, jusqu'à ce que nous atteignons le but que nous nous sommes fixé.

Puisque les Canadiens connaissent dans les grandes lignes les objectifs et le calendrier du programme de lutte contre l'inflation, quel est donc le type de politique monétaire qu'ils doivent s'attendre à voir appliquer dans le proche avenir?

Pour commencer, nous avons l'intention de continuer à ralentir graduellement le rythme de l'expansion monétaire, car il s'agit là d'une mesure indispensable au succès de tout le programme de lutte contre l'inflation. Comme je l'ai déjà fait remarquer, la croissance de la masse monétaire, considérée comme l'ensemble de la monnaie et des dépôts à vue, a été maintenue au cours de l'année dernière à un taux voisin de 10%. Si l'on se tourne vers l'avenir, on voit clairement que les limites assignées à l'expansion monétaire il y a plusieurs mois sont en passe de ne plus convenir et devraient avant longtemps être quelque peu abaissées. Un abaissement de ces limites ne devrait pas nécessairement être considéré comme l'indice d'une nouvelle orientation de la politique monétaire. Une modification de ce genre ne se justifierait et ne serait apportée qu'après que le taux tendanciel d'expansion monétaire se serait établi en dehors de la nouvelle fourchette.

Le deuxième point que je désire aborder a trait aux conséquences sur le loyer de l'argent du ralentissement graduel de l'expansion monétaire que nous sommes déterminés à voir se produire au Canada. Je désire tout particulièrement m'inscrire en faux contre l'idée qu'une réduction progressive de l'expansion monétaire doit nécessairement se traduire par une hausse progressive des taux d'intérêt. Il n'en est rien. Il est vrai que tant que le rythme de l'inflation ne ralentit pas suffisamment, la Banque du Canada ne peut intervenir pour modérer une expansion monétaire exagérément rapide si elle n'est pas disposée à accepter une majoration temporaire des taux d'intérêt à court terme. Nous avons dû prendre des décisions difficiles dans des cas semblables et agissons de même si nous nous trouvons de nouveau dans la nécessité de le faire. Mais une baisse du taux d'inflation au Canada se traduira par un ralentissement de la croissance du revenu national exprimé en termes nominaux et de la quantité d'argent nécessaire à la bonne marche des affaires. Il se peut donc fort bien qu'un recul de l'inflation permette une réduction graduelle de la croissance de la masse monétaire sans nécessiter de

experienced by virtually all industrial countries. But if the rate of monetary expansion should begin falling away further or faster than we think the economy can safely adapt to, I can assure you that the Bank of Canada will be alert to the need for prompt corrective action.

I began my remarks today by referring to the need to pursue economic policies that will provide a sound basis for economic growth in the future, and later on I spoke of the time and patience that this approach will require. It is of course very difficult to resist the temptation to seek quick remedies to our problems, even at the cost of building up more serious difficulties for ourselves in the future. But surely if there is one lesson to be learned from our experience in recent years, and that of other countries, it is that a longer-run approach to policy is essential, that we must keep an eye on the far horizon, on where we want our economy to be a number of years from now. I am encouraged by the signs I see that we are learning that lesson.

hausse considérable des taux d'intérêt par rapport à leur niveau actuel. De fait, si les gens étaient de plus en plus convaincus que l'inflation était en voie d'être jugulée, et jugulée pour de bon, les taux d'intérêt devraient au bout d'un certain temps commencer à baisser, surtout les taux à long terme qui, de toute évidence, comportent actuellement une considérable prime d'assurance contre l'inflation. Je ne fais absolument aucune prévision sur l'évolution du loyer de l'argent au cours des prochains mois, mais je crois fermement que, à longue échéance, une réduction du taux d'inflation, un ralentissement de la croissance de la masse monétaire et un fléchissement des taux d'intérêt constituent des objectifs compatibles.

J'aimerais dire quelques mots, en troisième lieu, à ceux qui redoutent que nos efforts pour modérer la croissance tendancielle de la masse monétaire ne mettent en péril la reprise économique en cours dans notre pays.

À ce propos, je tiens à rappeler que la Banque du Canada n'a aucunement l'intention de freiner la croissance de la masse monétaire subitement ou radicalement. Avec le temps, notre économie peut s'adapter sans heurt à une diminution progressive du taux de croissance monétaire grâce à un ralentissement graduel du taux d'inflation. Nous pouvons nous attendre à ce que le ralentissement de l'inflation aille de pair avec une amélioration continue de l'activité économique qui sera d'ailleurs vivement favorisée par l'essor économique que connaissent actuellement presque tous les pays industrialisés. Mais je puis vous assurer que, si le taux d'expansion monétaire devait se mettre à fléchir d'une façon si brutale ou si rapide que notre économie ne pourrait, selon nous, s'y adapter sans danger, la Banque du Canada apporterait sans tarder les mesures correctives qui conviennent.

J'ai commencé ma causerie d'aujourd'hui en disant qu'il était nécessaire de mener des politiques économiques qui permettraient d'asseoir l'essor économique à venir sur une base solide, puis j'ai ajouté que cette stratégie exigerait beaucoup de temps et de patience. Il est évidemment très difficile de résister à la tentation de chercher des solutions rapides à nos problèmes, même si un tel choix risque de nous occasionner plus tard de graves difficultés. Mais s'il est une leçon à tirer de notre expérience récente, ainsi que de celle d'autres pays, c'est sans nul doute qu'il faut absolument aborder les questions de politique dans une perspective à long terme, et que nous ne devons pas perdre de vue nos objectifs lointains, mais bien savoir où nous voulons mener notre économie dans les années qui viennent. Je trouve un motif de réconfort dans divers indices qui me donnent à penser que nous sommes en train de tirer de l'expérience actuelle les leçons qui s'imposent.

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

7 June 1976

The Bank of Canada has entered into a temporary financial arrangement with the Bank of England in the amount of \$300 million as a participant in the standby credit announced today in excess of \$5 billion to the Bank of England by the Group of Ten countries, Switzerland and the Bank for International Settlements in the common interest of the stability and efficient functioning of the international monetary system.

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 7 juin 1976

La Banque du Canada a conclu avec la Banque d'Angleterre un accord financier temporaire portant sur un montant de 300 millions de dollars, dans le cadre des facilités de crédit "stand-by" de plus de 5 milliards de dollars consenties à la Banque d'Angleterre par les pays membres du Groupe des Dix, par la Suisse et par la Banque des Règlements Internationaux, dans le double intérêt de la stabilité et du fonctionnement harmonieux du système monétaire international.

Cover:

Lower Canada: "Blacksmith" halfpenny token circa 1830

During the first half of the 19th century, the great variety of coins in common usage in British North America contributed to a very chaotic currency situation that left the system open to many abuses. Nowhere was this more evident than in Lower Canada. To compensate for the shortage of circulating coins, it was the practice for merchants to issue their own copper tokens. Excessive issue and also the failure of many issuers to redeem their tokens caused a widespread lack of confidence in them and by the late 1820s this practice had temporarily broken down. Soon the only available copper coins that were widely acceptable in Lower Canada were the British halfpenny pieces, most of which were very old and very worn. This situation gave rise to one of the most intriguing tokens ever to circulate in Canada: clever imitations of the worn British halfpence that flooded Lower Canada about 1830. The technique involved was to leave the dies in an unfinished state; a bust appeared on the obverse and an incomplete Britannia or harp appeared on the reverse. A popular legend attributes them to a Montreal blacksmith who drank heavily and made them to pay for his liquor. Despite their crude appearance and dubious source, these "blacksmith" coppers were accepted by the public and for a time formed part of the circulating currency. The piece illustrated on the cover is part of the National Currency Collection of the Bank of Canada.

Photography by J.A. Haxby, Bank of Canada.

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.

CN ISSN 0045-1460

Couverture:

Bas-Canada: Jeton d'un demi-penny, dit du «forgeron», frappé vers 1830

Pendant la première moitié du XIX^{ème} siècle, la grande variété de pièces utilisées communément en Amérique du Nord britannique contribua à créer une situation monétaire chaotique qui donna lieu à bon nombre d'abus. Il en fut particulièrement ainsi au Bas-Canada. Pour compenser la pénurie de pièces en circulation, les marchands avaient pris l'habitude d'émettre leurs propres jetons de cuivre. L'émission excessive ainsi que l'incapacité de maints émetteurs de rembourser les jetons finirent par les discréditer et, à la fin des années 1820, cette pratique fut temporairement abandonnée. Bientôt, les seules pièces de cuivre généralement acceptées au Bas-Canada furent les pièces britanniques d'un demi-penny, dont la plupart étaient très vieilles et en très mauvais état. Cette situation provoqua l'apparition de jetons qui sont parmi les plus curieux à avoir jamais circulé au Canada: d'habiles imitations de pièces usées d'un demi-penny britannique, qui envahirent le Bas-Canada vers 1830. La technique utilisée consistait à frapper les pièces à l'aide de matrices inachevées; un buste figurait à l'avant, tandis que le revers était orné d'une «Britannia» ou d'une harpe imparfaites. Une légende populaire attribue la création de ces jetons à un forgeron de Montréal qui buvait beaucoup et les aurait fabriqués pour payer sa boisson. En dépit de leur apparence grossière et de leur origine douteuse, ces jetons de cuivre du «forgeron» furent acceptés par le public et pendant un certain temps circulèrent parallèlement avec d'autres pièces. L'échantillon reproduit sur la couverture fait partie de la Collection nationale de monnaies de la Banque du Canada.

Photographie: J.A. Haxby, Banque du Canada.

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.

CN ISSN 0045-1460

Recent economic developments in Canada

The preliminary National Accounts estimates for the first quarter of the year confirm that the recovery in economic activity in Canada that began in the spring of 1975 has continued through the first part of this year.* However, even with the very strong expansion of GNP in the first quarter, the recovery has been moderate in comparison with the same phase of previous business cycles.

The relatively moderate character of the expansion must be seen in the light of the preceding relatively mild recession in Canada, particularly compared with the much sharper downturn experienced by most of our trading partners. For example, the more vigorous growth of output over the past year in the United States in large part constitutes a rebound from the much greater decline which had occurred in that country. The other major industrial countries, which had also experienced quite severe recessions, have also generally shown solid evidence of economic recovery but have nonetheless tended to lag somewhat behind the U.S. economy as well. In a few of these countries, notably the United Kingdom and Italy, serious economic problems – especially persistent high inflation – have continued to hamper the process of recovery.

In Canada as elsewhere, the economic upturn began with prices rising at historically high rates. Concern over the persistence of inflationary pressures and their adverse effects on the economy's capacity for sustained economic growth over the longer term led to the adoption of the Anti-Inflation programme in the autumn of last year. Domestic price inflation has in fact eased appreciably since then. Part of this improvement, however, has reflected developments in international commodity and farm-gate prices. These are areas where the direct impact of the anti-inflation policy is necessarily quite limited. Some improvement in the inflation trend of domestic costs has also been evident; there has been some scaling down recently of the very high rates of increase in compensation that had become established earlier although the trend of pay increases still remains very high in relation to that of productivity.

*In addition to the estimates for the first quarter, the latest National Accounts incorporate major revisions back to the beginning of 1971. The changes have resulted in a stronger upward trend for both economic activity and prices through the five-year revision period, but the cyclical profile for the period remains essentially unchanged.

L'évolution économique récente au Canada

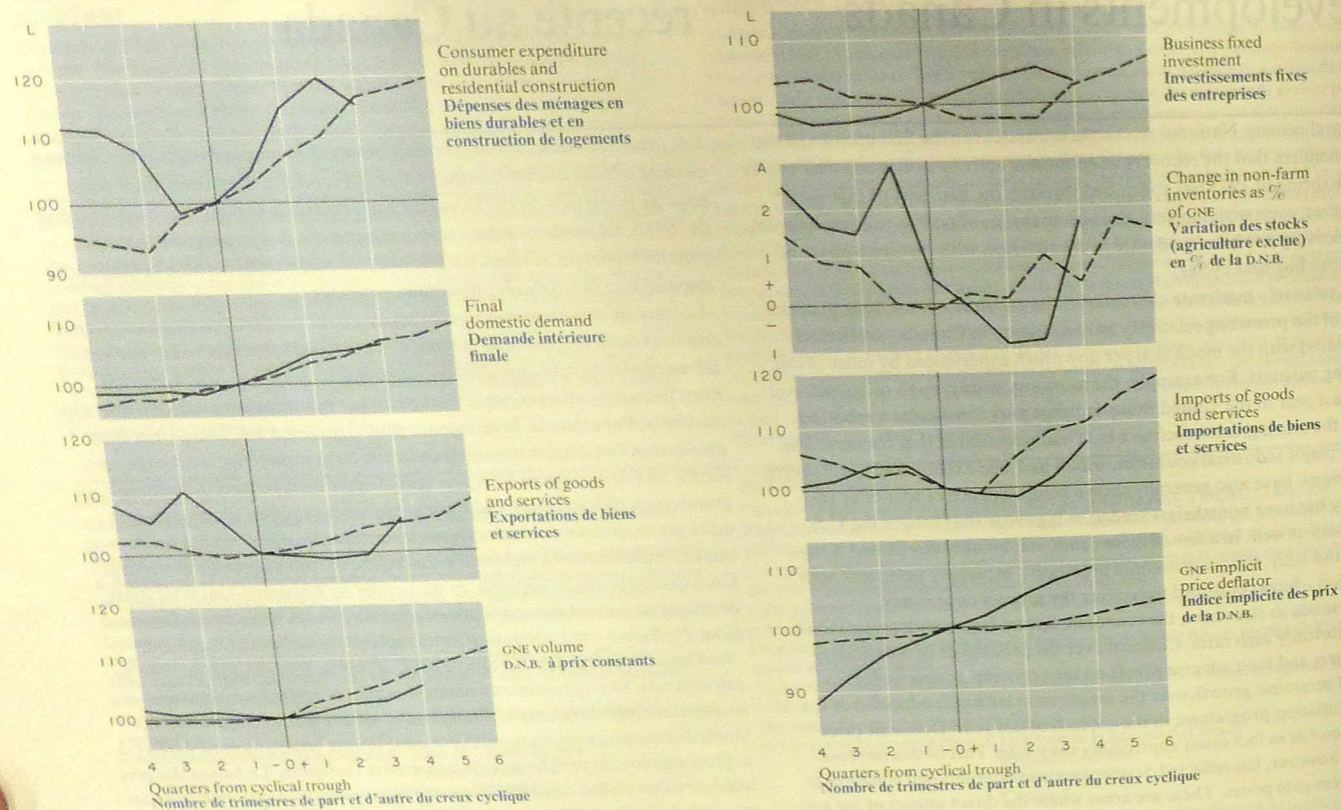
Les premières estimations des comptes nationaux pour le premier trimestre de cette année confirment que la reprise économique amorcée dans notre pays au printemps de 1975 s'est encore poursuivie pendant les premiers mois de 1976*. Cependant, même si la croissance du P.N.B. a été très forte au premier trimestre, la relance a été modérée comparativement à la phase correspondante des cycles économiques antérieurs.

Lorsqu'on considère le caractère relativement modéré de cette expansion, il convient de se rappeler que la récession qui l'avait précédée avait, elle aussi, été assez peu marquée au Canada, surtout si on la compare au ralentissement beaucoup plus prononcé enregistré par nos principaux partenaires commerciaux. Par exemple, la croissance plus vigoureuse aux États-Unis de la production l'an dernier constitue dans une large mesure un rattrapage consécutif au ralentissement bien plus fort observé dans ce pays. Les autres grands pays industrialisés, qui avaient également souffert d'une récession assez grave, donnent aussi des signes incontestables d'une reprise économique, toutefois moins vigoureuse que celle que connaissent les États-Unis. Dans quelques-uns de ces pays, en particulier au Royaume-Uni et en Italie, de graves problèmes économiques – en premier lieu la persistance d'un taux élevé d'inflation – ont continué d'entraver le processus de redressement.

Au Canada comme dans les autres pays, la reprise économique est allée de pair avec une hausse exceptionnellement rapide des prix. La crainte de voir les pressions inflationnistes se poursuivre et réduire à long terme les possibilités de croissance soutenue de l'économie donna lieu, l'automne dernier, à la promulgation du programme de lutte contre l'inflation. La hausse des prix intérieurs s'est en fait considérablement atténuée depuis. Cette amélioration est cependant imputable en partie à l'évolution des prix des matières premières sur les marchés internationaux et des produits agricoles, domaines où l'incidence directe de la politique anti-inflationniste est nécessairement limitée. Une certaine amélioration s'est manifestée au niveau de la tendance des coûts intérieurs; ces derniers temps, les taux d'accroissement des salaires, qui étaient très élevés, ont quelque peu baissé, même si le taux tendanciel de hausse des rémunérations demeure encore très élevé par rapport à l'augmentation de la productivité.

*En plus des estimations pour le premier trimestre, les comptes nationaux publiés tout récemment comprennent d'importantes révisions aux données de la période de cinq ans commençant au début de 1971. Ces révisions dénotent que la tendance à la hausse de l'activité économique et des prix tout au long de la période révisée, a été plus forte que ne l'indiquaient les anciennes données, mais ne modifient pas notablement le profil cyclique de la période.

Seasonally adjusted indexes, derived from constant (1971) price data unless otherwise indicated
 Indices désaisonnalisés établis, sauf indication contraire, à partir de données exprimées en dollars de 1971



1Q 1974-1Q 1976 (1Q 1975 = 100) ———
 Average of five postwar cycles (3Q 1949, 2Q 1954, 1Q 1958, 4Q 1961, 4Q 1970 = 100) - - - -
 Du 1^{er} trim. de 1974 au 1^{er} trim. de 1976 (1^{er} trim. 1975 = 100)
 Moyenne de cinq cycles d'après-guerre (3^e trim. 1949, 2^e trim. 1954, 2^e trim. 1958, 1^{er} trim. 1961, 4^e trim. 1970 = 100)

Perspective on the recovery in demand and output

The economic environment in which the current recovery is occurring differs in important respects from the background of previous cyclical upswings. In particular the current expansion began with a significantly higher rate of inflation than earlier cycles. Although such differences need to be borne in mind in comparing the present situation with previous ones, it nevertheless is useful to view the current expansion from a historical perspective. In Chart I the trend of prices and other aspects of the current recovery are compared with the average behaviour of major elements of demand, of total output and of prices for previous postwar cycles.

The more moderate expansion in output in the current period is reflected in the slower than average growth of real GNE - a 5 per cent increase over the first year of the recovery period against an average of 8 per cent. However, not all the components of aggregate demand have been rising at a below-average pace. Indeed, the more cyclical portion of household demand - personal expenditures on durables and residential construction - provided even more early stimulus than had been typical of past cycles. A number of factors contributed to this strength: the greater scope for a rebound as a result of the larger than usual decline in outlays on housing and durable goods during the recession; some selective tax cuts, both at the federal and provincial level which contributed to strong growth in real disposable income and in car purchases in Ontario; and various measures to stimulate housing construction, particularly in the lower cost range. Recently, as the influence of these factors has moderated, demand in this area has slackened, bringing the over-all rate of growth down to levels more typical of previous recoveries.

Business fixed investment remained exceptionally buoyant through the recession and, until recently, also contributed relatively more strength to the current expansion than had generally been the case. To a large extent this strength reflected the importance of energy-related investment which is much less influenced by cyclical factors than other types of capital outlays. Investment in other areas has not been particularly buoyant and surveys of business investment intentions for this year indicate that energy-related investment is the only area in which sizeable gains are planned.

Despite the relative strength in these more cyclical components, the pattern of growth in the volume of total final domestic demand in the current upswing has not differed significantly from past cycles as the

Coup d'œil sur la relance de la demande et de la production

Le cadre économique dans lequel se déroule l'actuelle reprise diffère sur des points importants de celui des reprises cycliques précédentes. On note en particulier que la poussée inflationniste était bien plus forte au moment où débutait la présente phase d'expansion qu'elle ne l'avait été au cours des cycles antérieurs. Si on ne peut négliger ces différences lorsqu'on compare la situation actuelle aux exemples passés, il reste que ce genre de rapprochement peut apporter de précieux enseignements. Le Graphique I établit un parallèle entre, d'une part, la tendance des prix et quelques autres aspects de la reprise actuelle et, d'autre part, l'évolution moyenne de quelques-uns des principaux éléments de la demande, de la production et des prix au cours des cycles économiques de l'après-guerre.

La modération relative de l'essor de la production au cours de la période actuelle ressort de la croissance, inférieure à la moyenne, de la D.N.B. à prix constants: 5% pour la première année de la période de reprise contre un taux moyen de 8%. Néanmoins, les composantes de la demande globale n'ont pas toutes augmenté à un rythme inférieur à la moyenne. De fait, la composante de la demande des ménages la plus sujette aux variations conjoncturelles - la consommation de biens durables et la construction de logements - a même contribué davantage à relancer l'économie qu'elle ne l'a fait lors des cycles précédents. La vigueur de ce secteur s'explique par un certain nombre de facteurs: il y avait davantage de possibilités de rattrapage du fait que la diminution des dépenses en logement et en biens durables avait été plus marquée que d'habitude; certaines réductions sélectives d'impôts fédéraux et provinciaux avaient contribué à une forte croissance du revenu réel disponible et, en Ontario, des achats de voitures; enfin diverses mesures avaient été prises pour stimuler la construction résidentielle, particulièrement celle de logements de coût peu élevé. L'influence de ces facteurs s'étant atténuée, ce secteur de la demande s'est affaibli ces derniers temps et n'atteint plus qu'un taux global de croissance proche des taux relevés lors des précédentes reprises.

Les investissements fixes des entreprises avaient conservé durant toute la période de récession un dynamisme exceptionnel et, jusqu'à récemment, contribuaient davantage à la vigueur de la reprise actuelle que cela n'avait été le cas généralement. Ce comportement résulte en grande partie de l'importance des investissements du secteur énergétique, lesquels sont bien moins soumis à l'influence des facteurs cycliques que les autres formes de dépenses en biens de capital. Dans les autres secteurs en effet, les investissements n'ont guère fait preuve de fermeté, et les enquêtes sur les intentions d'investissement des entreprises pour l'année en cours révèlent que le secteur énergétique est le

increase in the other components – government expenditures on goods and services and personal consumption outlays other than on durables – has been somewhat weaker than before. Furthermore, exports have been slower to pick up than in earlier periods, reflecting in part the relatively moderate recoveries in major overseas countries and in part domestic factors such as the phased reduction in exports of crude oil and the effect of strikes on shipments in the latter part of 1975. However, in contrast to the slowing in consumer and business spending, the growth of exports has begun to accelerate in recent months.

An upswing in inventory investment can generally be expected in the early stages of an economic recovery as final demand strengthens. But business stocks were at an unusually high level at the start of the current recovery period, and the substantial liquidation that followed persisted until the end of 1975. This atypical behaviour of inventory investment had a major moderating influence on the over-all expansion of economic activity. A surprisingly large accumulation in the first quarter of this year, however, has brought inventory levels back up to those existing prior to the run-off.

Over the first year of the recovery total employment rose by nearly 3½ per cent, an expansion which was about in line with past experience during the early stages of an economic upswing (see Chart II) but surprisingly strong relative to the moderate expansion in output on this occasion. This strength is also surprising in view of the extent to which employment continued to grow during the recession compared with the experience in past recessions. Data for the second quarter of 1976 indicate that, on a seasonally adjusted basis, employment declined slightly from the average for the first quarter, bringing the over-all rate of growth for the five quarters of recovery down to 3 per cent.

Since the start of the recovery, growth in the labour force has approximately kept pace with the rise in employment. Accordingly, the over-all rate of unemployment has continued to fluctuate around the 7 per cent level to which it had risen in early 1975 (see Chart II).

Recent developments in prices, costs and incomes

An indication of the moderation of inflation in Canada is provided by the GNE price deflator. According to this measure, the rate of inflation over the year ended with the first quarter of 1976 was 9½ per cent compared with nearly 13 per cent over the preceding year.

The rise in prices of our exports and imports has slowed particularly dramatically. From year-to-year increases of over 25 per cent during

seul qui semble promis à une progression appréciable.

En dépit de la vigueur relative des composantes de nature conjoncturelle mentionnées plus haut, le profil de croissance de la demande intérieure finale à prix constants observé au cours de la reprise actuelle ne diffère pas sensiblement de celui noté lors des précédents essors conjoncturels, l'augmentation des autres composantes – les dépenses publiques en biens et en services ainsi que les dépenses de consommation des ménages, biens durables exclus – ayant été un peu plus lente qu'auparavant. En outre, la relance des exportations a été plus tardive que par le passé, phénomène imputable en partie d'une part à l'évolution relativement modérée de la relance dans les principaux pays d'outre-mer et d'autre part à des facteurs internes, tels que la réduction délibérée et progressive des exportations de pétrole brut et les répercussions sur les livraisons de marchandises des grèves survenues au second semestre de 1975. Toutefois, alors que les dépenses des entreprises et des ménages se sont ralenties, nous assistons depuis quelques mois à une accélération des exportations.

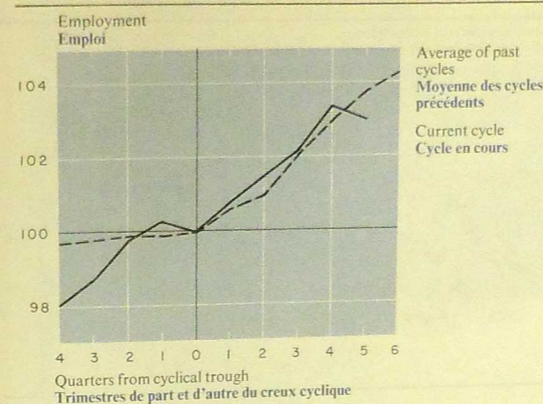
Le raffermissement de la demande finale au cours des premières phases d'une reprise économique est en général assorti d'une hausse des investissements en stocks. Mais les stocks des entreprises atteignaient un niveau exceptionnellement élevé au début de la reprise en cours et le déstockage notable qui s'est produit par la suite a persisté jusqu'à la fin de 1975. Ce comportement inhabituel des stocks a très fortement contribué à modérer l'expansion globale de l'économie. Au premier trimestre de cette année, une accumulation exceptionnellement forte a cependant ramené les stocks au niveau auquel ils se situaient auparavant.

Au cours de la première année de la reprise, le nombre de personnes ayant un emploi a progressé de près de 3½%, soit à un rythme assez semblable à celui des premières phases des reprises économiques antérieures (voir Graphique II), mais qui surprend néanmoins vu la faiblesse de l'accroissement de la production. Cette vigueur de l'emploi étonne également lorsqu'on compare le rythme auquel l'emploi avait continué de croître pendant la récession au rythme relevé au cours des récessions antérieures. Au deuxième trimestre de 1976, selon les données désaisonnalisées, l'emploi a légèrement diminué par rapport au chiffre moyen du premier trimestre, de sorte que le taux global de croissance pour les cinq trimestres de la reprise est tombé à 3%.

Depuis le début de la relance, la population active s'est accrue à peu près au même rythme que l'emploi. Aussi le taux global de chômage a-t-il continué de fluctuer aux alentours des 7%, taux atteint au début de 1975 (voir Graphique II).

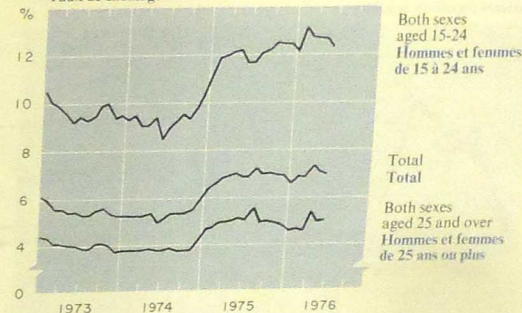
Chart II Cyclical developments in labour markets Graphique II Evolution cyclique du marché du travail

Seasonally adjusted Données désaisonnalisées



1Q 1974 - 2Q 1976 (1Q 1975 = 100)
Average of four postwar cycles (2Q 1954, 2Q 1958, 1Q 1961, 4Q 1970 = 100)
1st trim. 1974 - 2nd trim. 1976 (1st trim. 1975 = 100)
Moyenne de quatre cycles d'après-guerre (2^e trim. 1954, 2^e trim. 1958
1^{er} trim. 1961, 4^e trim. 1970 = 100)

Unemployment rates Taux de chômage



1974, the rise in import prices slowed to less than 2 per cent over the year ended with the first quarter of 1976. A number of factors contributed to the easing in prices of internationally traded goods, but the dominant one was the impact on incomes and demand of both the prolonged world-wide recession and the generally moderate nature so far of the economic recovery in the industrial world. However, in step with the quickening pace of economic activity, commodity prices have shown some evidence of strengthening in recent months. As can be seen in Chart III indexes of sensitive commodity prices, after receding somewhat from their high points in early 1974, have recently been moving up again, particularly the index for industrial materials. During this recent period, however, the cost of goods imported into Canada has been restrained by the appreciation of the Canadian dollar in the exchange market.

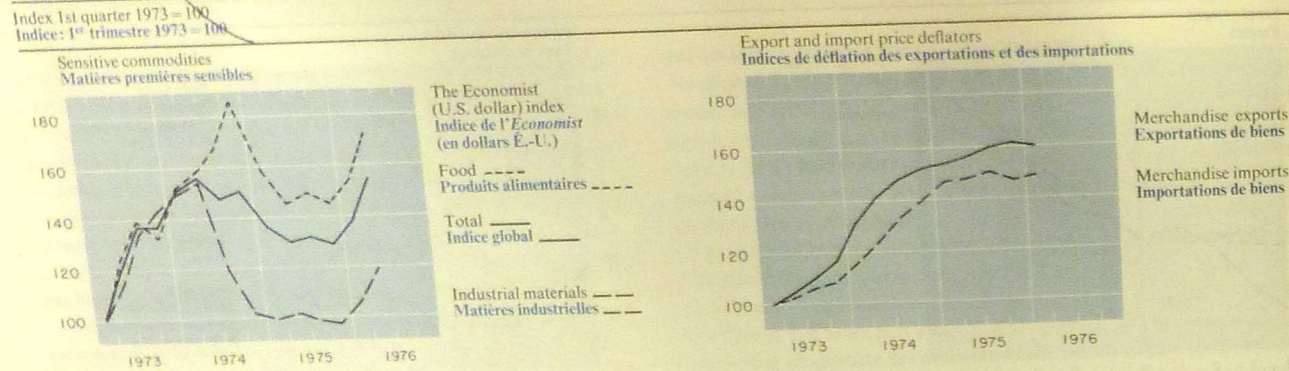
The decline in commodity prices has been reflected in a distinct slowing in the rise in wholesale and industry selling prices in Canada. By May of this year the twelve-month increase in industry selling prices had come

Évolution récente des prix, des coûts et des revenus

L'évolution de l'indice de déflation de la D.N.B. témoigne que l'inflation est en voie de s'atténuer au Canada. Selon cet indicateur, le taux d'inflation pour la période de 12 mois terminée à la fin du premier trimestre de 1976 était de 9½%, contre près de 13% pour la période précédente.

La hausse des prix de nos importations et de nos exportations a enregistré une décélération spectaculaire. Le taux annuel d'augmentation des prix des importations, qui avait dépassé 25% en 1974, est tombé à moins de 2% pour les 12 mois se terminant avec le premier trimestre de 1976. Un certain nombre d'éléments ont contribué à l'atténuation de la hausse des prix des biens faisant l'objet d'échanges internationaux, mais le facteur dominant a été l'incidence sur les revenus et sur les dépenses, d'une part, de la longue récession mondiale et, d'autre part, de l'allure jusque-là assez modérée de la reprise économique dans les pays industrialisés. Cependant, parallèlement à l'accélération du rythme de l'activité économique, les cours de matières premières ont affiché certains signes de raffermissement depuis quelques mois. Comme on peut le voir au Graphique III, les indices sensibles des prix

Chart III Selected price measures: Internationally traded goods
Graphique III Quelques indices de prix: Marchandises faisant l'objet d'échanges internationaux



down to 5 per cent compared with peak rates of increase of around 25 per cent in 1974 (see Chart IV). There also has been an easing in price inflation at the retail level, although somewhat less pronounced than at other levels. For the twelve months to June, the rise in the Consumer Price Index was just under 8 per cent compared with year-to-year increases of over 10 per cent through much of 1975. A gradually improving trend became evident in the autumn of 1975 and continued through the first half of this year but most of this improvement has resulted from declines in food prices. For consumer items other than food the twelve-month rate of price inflation has remained above 9½ per cent for well over a year and a half, although a trend to somewhat lower annual rates of increase has become apparent in recent months. Indeed the rise in the prices of goods excluding food and petroleum began to slow around the middle of 1975, but this tended to be offset by more rapid increases in the cost of services.

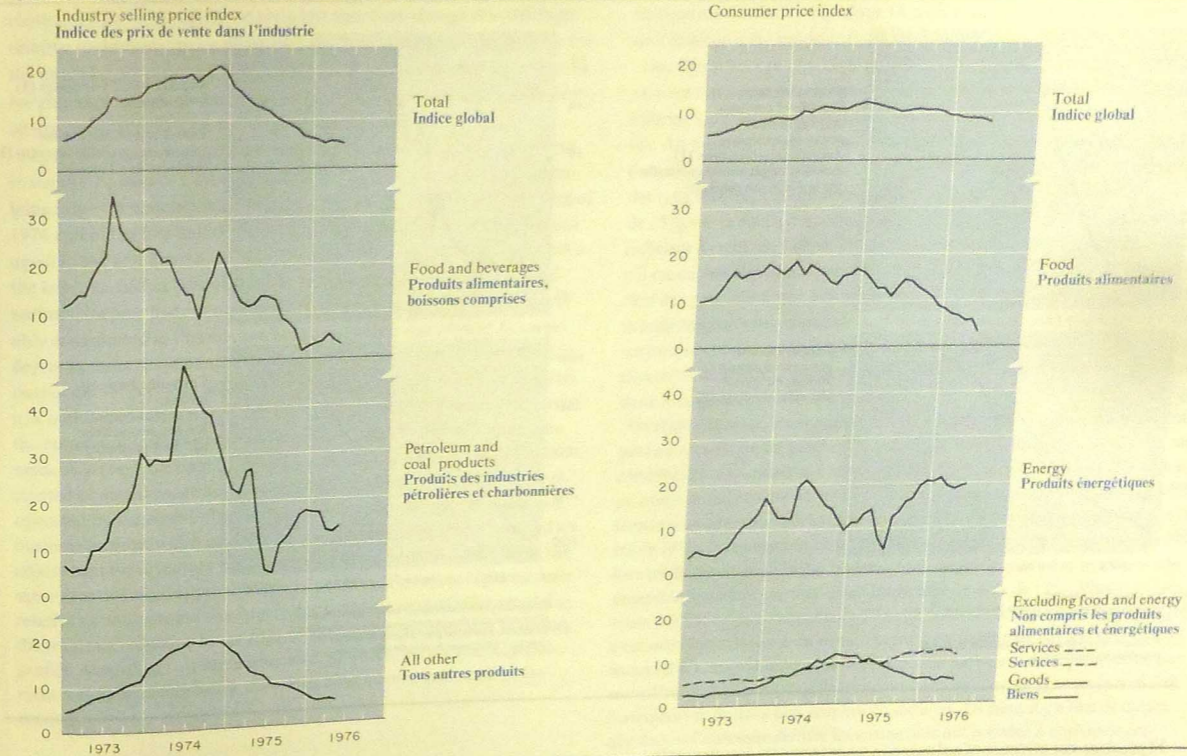
Recent quarterly changes in labour income have been very uneven, reflecting the impact of retroactive payments as well as the effects of major strikes and their subsequent settlement. Looking through these irregular movements however, the rate of growth of total labour income appears to have slowed somewhat during the year ended with the first quarter of 1976. Indeed, with the faster rise in employment, the rise in average money income per worker has moderated appreciably – to about

des matières premières, et tout particulièrement l'indice des matières industrielles, après avoir légèrement reculé par rapport aux sommets atteints au début de 1974, ont recommencé à monter ces derniers temps. Parallèlement, toutefois, le renchérissement des biens importés au Canada a été freiné par la hausse du dollar canadien sur le marché des changes.

Le recul des prix des matières premières s'est traduit par un ralentissement marqué de l'accroissement des prix de gros et des prix à la production industrielle au Canada. En mai de cette année, la hausse annuelle des prix à la production industrielle était tombée à 5%, alors qu'elle avait atteint un sommet d'environ 25% en 1974 (voir Graphique IV). L'augmentation des prix s'est également atténuée au niveau de la vente au détail, mais cette atténuation n'a pas été aussi prononcée qu'aux autres niveaux. Pour la période de 12 mois se terminant en juin, l'indice des prix à la consommation a accusé une hausse d'un peu moins de 8%, contre une progression d'une année à l'autre supérieure à 10% pendant une grande partie de 1975. Des signes d'une amélioration progressive de la tendance des prix firent leur apparition à l'automne de 1975; cette amélioration s'est poursuivie tout au long du premier semestre de l'année en cours, mais résulte surtout de la baisse des produits alimentaires. En ce qui concerne les autres composantes de l'indice des prix à la consommation, le taux d'accroissement des prix sur des périodes de 12 mois s'est maintenu au-dessus de 9½% pendant plus d'un an et demi, mais tend à ralentir légèrement depuis quelques mois. De fait, la hausse des prix

Chart IV Rates of increase in domestic prices
Graphique IV Taux d'accroissement des prix intérieurs

Percentage increase, 12 month ending
Taux d'accroissement, périodes de 12 mois



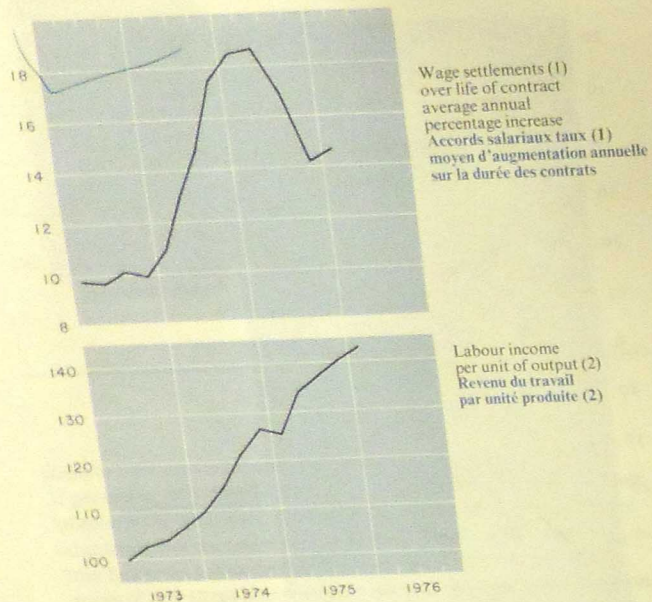
12 per cent annually compared with some 15 per cent during the recession. Combined with a return in recent quarters to positive rates of productivity growth, the result has been a substantial slowing in the rate of advance of unit labour costs – from annual rates approaching 20 per cent to less than 10 per cent over the past year. The twelve-month rise in average weekly earnings has also slowed since the autumn of last year after the steep upward climb over the preceding year and a half but the the slackening has been moderate to date (see Chart V).

des biens, produits alimentaires et pétroliers exclus, a commencé à ralentir vers le milieu de 1975, mais cette évolution a été plus ou moins compensée par des majorations plus rapides du coût des services.

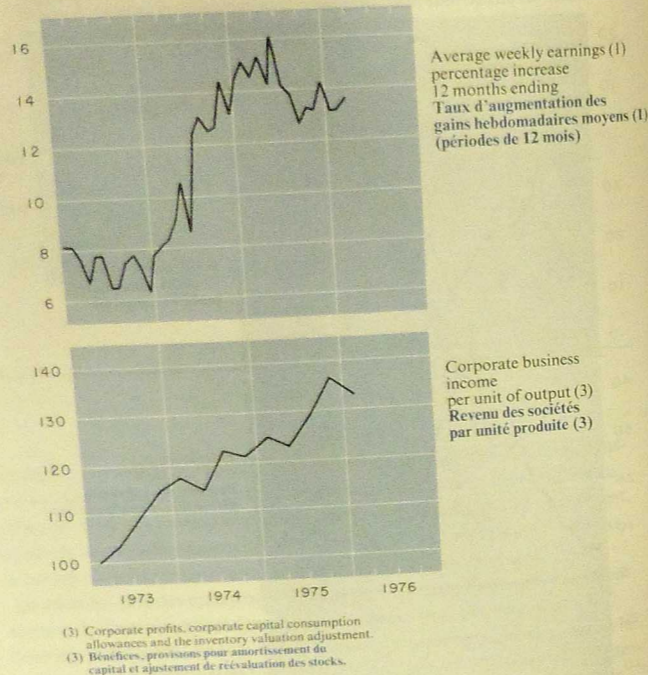
Les revenus du travail ont enregistré ces derniers temps des variations trimestrielles très inégales, ce qui s'explique par l'incidence de paiements rétroactifs, de grèves importantes et des accords salariaux qui ont réglé ces dernières. Toutefois, de l'examen de ces variations irrégulières, il ressort que le taux de croissance de l'ensemble des revenus du travail aurait crû un peu

Chart V Selected cost measures
Graphique V Quelques indices des coûts

Seasonally adjusted 1st quarter 1973 = 100, unless otherwise indicated
Données désaisonnalisées, 1^{er} trimestre 1973 = 100, sauf indication contraire



- (1) Not seasonally adjusted.
(2) Includes supplementary labour income and military pay.
(1) Non désaisonnalisés.
(2) Y compris les revenus complémentaires du travail et la solde des militaires.



- (3) Corporate profits, corporate capital consumption allowances and the inventory valuation adjustment.
(3) Bénéfices, provisions pour amortissement du capital et ajustement de réévaluation des stocks.

More clear-cut evidence of a slowing in wage increases is apparent in the data on newly negotiated wage settlements, a forward-looking indicator of wage trends. In the first quarter of this year settlements under major collective bargaining agreements (excluding construction) provided for average annual increases in base rates of pay over the life of contracts of under 15 per cent.* This is appreciably below the rates of

*Since the currently published wage settlements data do not include revisions resulting from rulings by the Anti-Inflation Board, the actual average increases for base rate settlements should be somewhat less than those reported here, which are based upon Department of Labour tabulations. However, the Department of Labour has announced that the data will be revised to reflect any adjustments in the terms of settlements that result from decisions by the Board.

moins vite au cours de la période de 12 mois se terminant à la fin du premier trimestre de 1976. De fait, par suite d'une augmentation plus rapide de l'emploi, la hausse du revenu moyen par travailleur s'est atténuée de façon appréciable, pour se situer autour de 12% l'an comparativement aux quelque 15% atteints pendant la récession. Cette atténuation ainsi que le retour depuis quelques trimestres à un taux positif de croissance de la productivité ont donné lieu à un ralentissement notable de l'augmentation des coûts unitaires du travail, passée en taux annuels de près de 20% à moins de 10% au cours de l'année dernière. La progression sur 12 mois des gains hebdomadaires moyens a aussi ralenti depuis l'automne dernier, après la vigoureuse montée

close to 19 per cent registered early last year even though it is still high relative to domestic price objectives. Such information as is available for the much larger proportion of the labour force not covered by collective bargaining suggests that average increases in compensation being granted are running below the level of negotiated settlements.

Normally, corporate profits rise strongly relative to aggregate income in the early phase of a cyclical recovery, but on this occasion the underlying improvement has been sluggish. Profits declined in the latter part of 1974 and in the first half of 1975; they then picked up somewhat but fell again in the first quarter of 1976. By then they were just 5 per cent above the level reached at the cyclical low point in real output whereas total national income had risen more than 15 per cent. Several factors probably contributed to this relative weakness, which was evident to some degree in most non-financial industries. The expansion in output and in output per worker was below average and strike effects were prominent in a number of sectors. Furthermore, there is reason to believe that since the autumn of last year price increases that would otherwise have been made effective have been held back to some degree on account of anticipated or actual constraints on earnings stemming from the guidelines operated by the Anti-Inflation Board. A broader measure of corporate business income, which includes capital consumption allowances and an adjustment for inventory profits, shows somewhat better growth for the same four quarters, approximately 12 per cent. This more rapid increase relative to book profits was largely due to the slowing of inflation and the resulting reduction in the adjustment required to eliminate inventory profits. According to this measure also, however, the cyclical improvement was appreciably below the rise in total income generated in the economy.

enregistrée pendant les quelque 18 mois précédents, mais jusqu'ici cette décélération a été modeste (voir Graphique V).

Des signes encore plus révélateurs du ralentissement de l'augmentation des salaires nous sont fournis par les données relatives aux nouveaux accords salariaux, données qui constituent un indice prospectif de la tendance des salaires. Au premier trimestre de l'année en cours, les accords signés dans le cadre des principales négociations collectives, construction exclue, prévoient des taux moyens d'augmentation annuelle des salaires de base de moins de 15% sur la durée d'application des contrats*. Ce taux est sensiblement inférieur à celui, de près de 19%, enregistré au début de l'an dernier, même s'il est encore élevé par rapport aux objectifs à atteindre en matière d'évolution des prix intérieurs. Les renseignements disponibles en ce qui a trait à la grande majorité des travailleurs, dont les salaires ne sont pas fixés par voie de conventions collectives, donnent à penser que, pour ce groupe, l'augmentation moyenne de la rémunération est moins forte que celle qui est obtenue dans le cadre d'accords salariaux.

En règle générale, les bénéfices des sociétés augmentent fortement par rapport au revenu global pendant la première phase d'une reprise cyclique, mais cette fois-ci, l'amélioration tendancielle a été médiocre. Après avoir diminué au cours de la dernière partie de 1974 et du premier semestre de 1975, ces bénéfices se sont redressés quelque peu pour fléchir de nouveau au premier trimestre de 1976. À ce moment, ils ne dépassaient guère que de 5% le niveau atteint lorsque la production réelle était au creux cyclique, alors que pris dans son ensemble le revenu national avait lui grimpé de plus de 15%. Plusieurs facteurs ont probablement contribué à cette faiblesse relative des bénéfices, qui s'est manifestée jusqu'à un certain point dans la plupart des secteurs non financiers. L'accroissement de la production globale et de la production par travailleur a été au-dessous de la moyenne et les effets des grèves se sont fait fortement sentir dans bon nombre de secteurs. De plus, il y a lieu de croire que depuis l'automne dernier les entreprises ont renoncé à appliquer certaines augmentations de prix, partiellement en raison des restrictions aux bénéfices imposées ou pressenties à cause des directives dont la Commission de lutte contre l'inflation assure l'application. Selon un instrument de mesure plus complet des bénéfices des sociétés, qui tient compte également des pro-

*Comme les données relatives aux accords salariaux actuellement publiées ne tiennent pas compte des révisions effectuées en raison des décisions de la Commission de lutte contre l'inflation, l'accroissement moyen des taux de base devrait être en réalité légèrement inférieur à celui qui est indiqué ici, lequel repose sur une compilation effectuée au ministère du Travail. Ce ministère a cependant annoncé que les données seront révisées pour tenir compte de toutes les modifications apportées aux contrats par suite de décisions de la Commission.

visions pour amortissement du capital et des ajustements de réévaluation des stocks, la progression des bénéfices aurait été quelque peu plus élevée pendant ces quatre trimestres et aurait été d'environ 12%. Cette croissance des bénéfices plus rapide que celle qui ressort des données comptables résulte en grande partie du ralentissement de l'inflation et de la diminution par voie de conséquence des ajustements nécessaires pour éliminer les bénéfices de réévaluation des stocks. Cependant, même selon cet indicateur, la progression conjoncturelle des bénéfices a été sensiblement inférieure à celle de l'ensemble des revenus.

Domestic cost and price indicators Indicateurs des prix et des coûts intérieurs

Percentage change at annual rates based on seasonally adjusted data
Variation en % et en taux annuels calculée à partir de données désaisonnalisées

	Latest three months Trois derniers mois		Same period 1975 from year earlier Même période de 1975 par rapport à la période corres- pondante de 1974
	From previous quarter Par rapport au trimestre précédent	From year earlier Par rapport à la période correspondante de l'année précédente	
GNE PRICE DEFLATORS			
Total	7.1	9.5	12.8
Exports of goods and services	-3.0	4.6	17.1
GNE excluding exports of goods and services	9.7	11.1	11.8
Final domestic demand	7.2	9.4	13.7
CONSUMER PRICE INDEX (JUNE)			
Total	6.2	8.6	10.6
Food	1.7	5.3	12.7
Total excluding food	8.3	9.9	9.8
Total excluding food and energy	8.5	8.8	9.9
INDUSTRY SELLING PRICE INDEX (MAY)			
Total	2.8	5.6	13.3
Foods and beverages	3.2	4.0	12.5
All other	-0.8	5.8	14.9
AVERAGE EARNINGS (APRIL)			
Industrial composite (weekly)	11.8	13.0	15.0
Manufacturing (hourly)	17.8	13.6	18.2
UNIT COSTS			
Labour costs per unit of output	7.4	9.7	18.6
Corporate business income per unit of output (1)	-9.1	6.1	7.2
Farm income	-13.7	-17.0	6.9
Labour costs, profits, and farm income per unit of output	3.0	8.0	15.7
INDICES DE DÉFLATION DE LA D.N.B.			
Indice global			
Exportations de biens et de services			
D.N.B., exportations de biens et de services exclues			
Demande intérieure finale			
INDICES DES PRIX À LA CONSOMMATION (JUIN)			
Indice global			
Produits alimentaires			
Indice global, produits alimentaires exclus			
Indice global, produits alimentaires et énergétiques exclus			
INDICES DES PRIX DE VENTE À LA PRODUCTION (MAI)			
Indice global			
Produits alimentaires et boissons			
Tous autres produits			
GAINS MOYENS (AVRIL)			
Ensemble des industries (données hebdomadaires)			
Industries manufacturières (données horaires)			
COÛTS UNITAIRES			
Coût de la main-d'œuvre par unité produite			
Revenu des sociétés par unité produite (1)			
Revenu agricole			
Coût de la main-d'œuvre, revenu des sociétés et revenu agricole par unité produite			

Note: For GNE deflators and unit costs latest data 1Q 1976; other indicators three months ending with the month shown in brackets.

(1) Corporate profits, corporate capital consumption allowances and the inventory valuation adjustment.

Note: Pour les indices de déflation et pour les coûts unitaires, les données les plus récentes sont celles du 1^{er} trimestre de 1976; pour les autres indicateurs, ce sont celles de la période de trois mois se terminant le mois indiqué entre parenthèses.

(1) Bénéfices, provisions pour amortissement du capital et ajustement de réévaluation des stocks.

Cover:

France: silver écu 1725 from "Le Chameau"

The coin illustrated on the cover, a French écu of 1725, is a silver coin about the size of the Canadian silver dollar. Although this particular coin never circulated in the conventional sense, some form of mistreatment is suggested by the rather faded details of its design and by its gun-metal blue colour. Indeed, it has been on the ocean bottom, subjected to the corrosive action of salt water and abrasion by the currents for some 240 years! The treasure of which this coin was a part was on board Le Chameau, a French supply ship bound for Louisbourg and Québec in New France. The ship sank off Cape Breton Island about 12 miles from Louisbourg in a hurricane in August, 1725 and it was not until 1965 that the ship and its treasure were successfully salvaged. There was an almost constant shortage of coined money in New France, due not only to the infrequency of shipments from France, but also to losses such as that of Le Chameau. Because it depended upon men sailing in small wooden ships with simple navigational instruments, the sea link between Europe and North America was a very tenuous one at that time. Around the area of Cape Breton Island alone, many thousands of ships have been wrecked over the years. The coin pictured on the cover is in the National Currency Collection of the Bank of Canada. Photography by J. A. Haxby, Bank of Canada.

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.
CN ISSN 0045-1460

Couverture:

France: Écu de 1725 en argent, provenant du «Chameau»

L'écu français de 1725 dont l'illustration orne la couverture est une pièce en argent à peu près de la dimension du dollar canadien du même métal. Bien qu'il n'ait jamais circulé au sens habituel du mot, son apparence actuelle - détails effacés, couleur passée au bleu acier - révèle qu'il a subi bien des tribulations. Il a, en effet, reposé au fond de l'océan pendant 240 ans, où il était soumis à l'influence corrosive de l'eau salée et à l'action abrasive des courants marins. Cette pièce provient du «trésor» que le «Chameau» transportait de France avec d'autres approvisionnements destinés à Louisbourg et à Québec, en Nouvelle-France. En août 1725 au cours d'une tempête, le vaisseau coula au large de l'île du Cap-Breton, à quelque 12 milles de Louisbourg, et il fallut attendre l'année 1965 pour voir mener à bonne fin l'entreprise de récupération de l'épave et de son trésor. La Nouvelle-France avait connu une pénurie chronique de pièces de monnaie, non seulement parce que la métropole n'en expédiait que rarement, mais encore parce que, comme le «Chameau», les navires qui en transportaient se perdaient corps et biens. À l'époque, la liaison entre l'Europe et l'Amérique du Nord était aléatoire, car les marins bourlinguaient à bord de petits voiliers de bois munis d'instruments de bord très rudimentaires. Ainsi, au cours des ans, des milliers de navires ont fait naufrage rien qu'aux alentours de l'île du Cap-Breton. La pièce reproduite en couverture fait partie de la Collection nationale de monnaies.

Photographie: J. A. Haxby, Banque du Canada

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.
CN ISSN 0045-1460

Highlights of the OECD Economic Outlook

The Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD) publishes twice-yearly a review of economic trends and short-term prospects in its member countries.* The OECD Economic Outlook† is prepared by the Secretariat and published on the responsibility of the Secretary-General of the OECD. The latest report discusses the prospects for demand, inflation and for real growth in output through the first half of 1977 for the area as a whole and for countries individually. This is done against the background of a special supplement to this report entitled "A Growth Scenario to 1980" which presents one possible path towards the goal of sustained growth of output, trade and employment consistent with a reduced rate of inflation and improved international payments equilibrium. This scenario was intended to provide a quantitative framework for consideration of the problems involved for economic policy. Indeed, one of the most interesting features of this Economic Outlook is the brief discussion of the appropriate broad strategy for economic policy over the next several years.

Medium-term considerations

From the opening statement that the "OECD economy is approaching the stage at which recovery frequently starts getting out of hand" the report emphasises the challenge that "unless further progress is made towards eradicating inflation, the period of steady economic growth which is needed to restore full employment and satisfy rising economic and social aspirations will not materialise." However, "if the right policies are followed, the strategy of ensuring that the economy of each country

*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, New Zealand, Norway, Portugal, Spain, Sweden, Switzerland, Turkey, the United Kingdom and the United States.

†OECD Economic Outlook No. 19, July 1976; available in English and French versions from Publishing Centre, Supply and Services Canada; price is \$7.00 a copy.

Points saillants des dernières Perspectives Économiques de l'OCDE

L'Organisation de Coopération et de Développement Économique (OCDE) publie deux fois par an une analyse des tendances et des perspectives à court terme de l'économie des pays membres*. L'étude intitulée Perspectives Économiques de l'OCDE†, rédigée par le Secrétariat, est publiée sous la responsabilité du Secrétaire général de l'Organisation. La dernière livraison, que nous étudions ci-après, traite des perspectives en matière de demande, d'inflation et de croissance réelle de la production jusqu'au milieu de l'année 1977 pour l'ensemble des pays membres et pour chaque pays séparément. Cette analyse tient compte d'un supplément spécial aux Perspectives Économiques, intitulé Un scénario de croissance à l'horizon 1980, qui présente un des cheminements possibles vers l'objectif d'une croissance soutenue de la production, des échanges et de l'emploi compatible avec une réduction de l'inflation et avec une amélioration de l'équilibre des paiements internationaux. Le scénario vise à présenter un cadre quantitatif illustrant les problèmes que doit résoudre la politique économique. Une des parties les plus intéressantes de ces Perspectives Économiques est, d'ailleurs, celle qui a trait à la stratégie générale que, selon le Rapport, la politique économique devrait suivre au cours des prochaines années.

Perspectives à moyen terme

Dès leur entrée en matière, formulée en ces termes: «L'économie des pays de l'OCDE approche du stade où la reprise commence souvent à s'emballer», les auteurs de cette étude relèvent que «la croissance économique régulière nécessaire pour rétablir le plein emploi et répondre aux aspirations économiques et sociales grandissantes ne sera réalisée que si de nouveaux progrès

*Les pays membres de l'OCDE 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 Nouvelle-Zélande, la Norvège, les Pays-Bas, le Portugal, le Royaume-Uni, la Suède, la Suisse et la Turquie.

†Perspectives Économiques de l'OCDE, n° 19, juillet 1976, versions française et anglaise en vente au Centre d'édition, Approvisionnement et Services Canada, à \$7 l'exemplaire.

expands moderately – but not excessively – above the normal rate of capacity growth, and that inflation is progressively reduced, could permit an average annual growth of real GNP over the OECD area as a whole of 5 per cent or somewhat more over the five years 1976 to 1980, with world trade expanding by some 8 per cent.” These rates of expansion imply “in the terminal year – which should be conceived, in effect, as a notional or ‘cyclically adjusted’ date rather than a precise calendar year – an inflation rate of 5 per cent per annum and a ‘potential’ unemployment rate* of 4 per cent . . . Within these aggregates output growth rates for individual countries range between 3 and 7 per cent and inflation rates from 4 to 7 per cent.”

The Secretariat however stresses that this is not “a forecast of what is most likely to happen” but “an internationally consistent set of figures illustrating one out of a range of possible outcomes over the years 1975-1980.” While the scenario presented is not ideal from all points of view, “five years of uninterrupted growth which combined a sustained increase in real incomes, reduced unemployment, lower external deficits and a progressive return to lower inflation rates would represent a substantial achievement, especially when compared with developments over the last few years, and could contribute greatly to restoring confidence in the working of the market system.”

“The central problem for policy common to all countries is the rate of inflation and its links with the present recovery and subsequent medium term expansion” according to the Secretariat. Arguing for a gradual winding down of inflation, the report points out that “the strategy of restoring full employment and normal levels of capacity utilisation progressively over several years reflects the conviction that an attempt to make progress more quickly would be interrupted by a new boom and bust well before the objective had been achieved.” This is particularly true of the present expansion because of the “fairly close synchronisation of the recovery in many countries” and the risk therefrom of underestimating “the international transmission of both demand and inflationary impulses.” Noting that “there is a particular danger this time that recovery could spill over into new inflation if the pace of recovery

*The calculations of “potential” unemployment rates are based on estimated “full employment” participation rates and on forecasts of labour productivity and employment growth. Excluded from these OECD averages are ten countries, among which are Greece, Portugal, Spain and Turkey, with relatively high unemployment rates.

sont faits pour juguler l’inflation». Toutefois, «si les politiques qui conviennent sont suivies, la stratégie tendant à assurer dans chaque pays un rythme de croissance économique, modérément, mais non excessivement, supérieur au taux normal d’expansion des capacités et une réduction progressive de l’inflation pourrait permettre au P.N.B. réel de l’ensemble de la zone de l’OCDE de s’accroître globalement à un rythme annuel moyen de 5% ou légèrement plus élevé au cours des cinq années 1976-1980, les échanges mondiaux progressant de l’ordre de 8%». Ces rythmes d’expansion impliquent, «pour l’année terminale, qui en fait devrait être considérée comme donnée à titre indicatif et ajustée pour les variations cycliques plutôt que comme une année calendrier précise, un taux d’inflation de 5% par an et un taux de chômage potentiel de 4% . . . À l’intérieur de ces agrégats, les taux de croissance varient entre 3 et 7% et les taux d’inflation entre 4 et 7%».

Le Secrétariat souligne que cette série de chiffres n’est pas «une prévision des évolutions qui ont le plus de chance de se produire» mais plutôt «un ensemble de chiffres, cohérents au niveau international, illustrant un des nombreux développements possibles pour la période 1975-80». Bien que le scénario élaboré ne soit pas idéal à tous les points de vue, «cinq années de croissance ininterrompue, combinant une progression durable des revenus réels, une réduction du chômage, une diminution des déficits extérieurs et un retour progressif à des taux d’inflation plus modérés ne constitueraient pas un mince résultat, notamment par rapport à l’évolution enregistrée ces toutes dernières années, et pourraient beaucoup contribuer à rétablir la confiance dans le fonctionnement du système de l’économie de marché». Selon le Secrétariat, «le principal problème de politique économique, commun à tous les pays, concerne le taux d’inflation et ses relations avec la reprise actuelle et avec l’expansion qui suivra à moyen terme». Les auteurs plaident en faveur d’une réduction graduelle de l’inflation et notent que «la stratégie qui tend à rétablir progressivement, sur plusieurs années, le plein emploi de la main-d’œuvre et des taux normaux d’utilisation des capacités, reflète la conviction que les efforts pour progresser plus vite seraient interrompus par un nouvel emballement bien avant que l’objectif n’ait été atteint». Ceci est particulièrement vrai dans le cas de l’expansion actuelle, à cause de «la synchronisation assez étroite des mouvements de reprise ob-

*Le calcul des taux de chômage potentiel est basé sur des estimations des taux d’activité correspondant au plein emploi et sur des prévisions relatives à la productivité de la main-d’œuvre et à la croissance de l’emploi. Dix pays sont exclus des moyennes de l’OCDE, notamment la Grèce, le Portugal, l’Espagne et la Turquie, dont le taux de chômage est relativement élevé.

is too fast and because of inadequate investment in past years in some countries and in certain basic industries, there is a risk of supply bottlenecks,” the report emphasises that the present situation calls for skilful demand management to achieve the medium-term objectives. The Secretariat considers that monetary and fiscal policies are the main tools for restraining “the medium-term growth rate of consumption, both private and public” in order to accommodate “a shift of resources toward business fixed investment and an improvement of the foreign balance.” However these traditional policies may not be sufficient. Such shifts pose “difficult problems of conflicting claims which could lead to new inflation” and for this reason “many countries believe that, to obtain the necessary degree of social consensus . . . some form of an incomes policy will be necessary.” Moreover, to deal with unemployment, “there is clearly a strong case for continuing the income maintenance programmes” and a variety of labour market policies.

The OECD notes that sustainable growth will also require that “the divergences between the economic performance of individual countries must be reduced, with the less successful re-aligning themselves on the standards set by the stronger: a continuation of widely dispersed inflation rates, probably involving persistent external imbalances and exchange rate instability, could endanger the viability of the growth scenario.”

The short-term outlook

In its assessment of the present course of the economy, the report points out that “recent developments and the Secretariat’s short-term forecasts out that “recent developments and the Secretariat’s short-term forecasts up to mid-1977, suggest that expansion in the OECD area is on a course broadly consistent with this medium-term strategy.” “OECD industrial production is now close to the peak reached in late 1973” and “leading indicators of output point convincingly upward for all major OECD countries.”

The acceleration in the rise in the area’s GNP from an annual rate of about 4½ per cent in the second half of 1975 to about 6½ per cent in the first half of 1976 was “strongly influenced by policy measures and other temporary factors, notably a marked change in the stock cycle from decumulation to accumulation.” “With some of the temporary factors . . . diminishing or disappearing, the expansion may slow down to around 5 per cent over the twelve months to mid-1977” (see Chart 1).

servés dans maints pays» et du risque qui en découle de sous-estimer «la transmission internationale des pressions de la demande et des tensions inflationnistes». Notant qu’«il est particulièrement à craindre cette fois qu’une reprise trop rapide ranime l’inflation» et que «les investissements ayant été insuffisants ces dernières années dans certains pays et dans certaines industries de base, il est à craindre que des goulots d’étranglement apparaissent du côté de l’offre», le document souligne que la situation actuelle exige beaucoup d’habileté dans la régulation de la demande si l’on veut atteindre les objectifs à moyen terme. Le Secrétariat considère que les politiques monétaires et fiscales constituent les principaux outils «pour freiner la croissance à moyen terme de la consommation, tant privée que publique, dans le but de permettre «un transfert de ressources en faveur de l’investissement fixe des entreprises et une amélioration de la balance extérieure». Cependant ces politiques traditionnelles peuvent se révéler insuffisantes. De tels transferts créent des problèmes difficiles liés à l’attitude conflictuelle des groupes pour le partage des ressources, qui pourraient déboucher sur une relance de l’inflation» et pour cette raison «maints pays estiment que, pour obtenir le degré nécessaire de consensus social . . . il faudra mettre en œuvre une forme ou une autre de politique des revenus». En outre, pour maîtriser le chômage «il y aurait lieu de maintenir . . . les programmes de garantie de ressources» et diverses politiques du marché du travail.

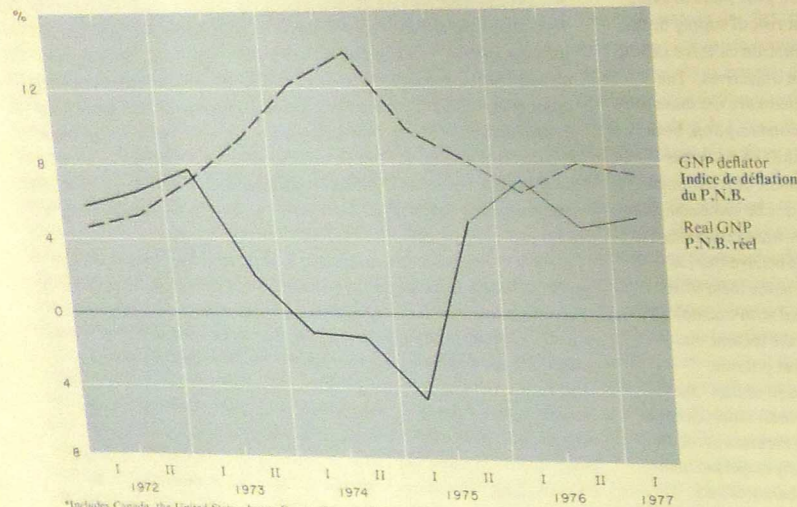
L’OCDE fait remarquer qu’une croissance soutenable exigera également que «des divergences entre les performances économiques des différents pays soient réduites, ceux dont les résultats sont moins favorables rejoignant le niveau des meilleurs; si les taux d’inflation continuaient d’évoluer en ordre très dispersé, cela impliquerait probablement une persistance des déséquilibres extérieurs et de l’instabilité des taux de change et risquerait ainsi de compromettre la réalisation du scénario de croissance».

Perspectives à court terme

Dans leur évaluation de la situation économique actuelle, les auteurs du Rapport font remarquer que «l’évolution récente, de même que les prévisions à court terme du Secrétariat pour la période allant jusqu’au milieu de l’année 1977, indiquent que l’expansion dans la zone de l’OCDE suit un cours qui est à peu de choses près compatible avec cette stratégie à moyen terme». «Le niveau de la production industrielle de la zone de l’OCDE est maintenant proche de son maximum des derniers mois de 1973» et «les indicateurs pré-

Chart 1 Output and prices: Major OECD countries*
Graphique 1 Production et prix: Principaux pays de l'O.C.D.E.*

Percentage change from previous half years, seasonally adjusted at annual rates
Taux de variation semestrielle, données désaisonnalisées exprimées en taux annuels



*Includes Canada, the United States, Japan, France, Germany, Italy and the United Kingdom
Source: OECD, chart 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.

Overall, "spare capacity and unemployment should be reduced somewhat in most countries." "Conditions for continued expansion are particularly favourable in the United States" where real GNP could increase at a faster pace than the OECD average. "The recovery seems also well established in Japan, where exports have been increasing strongly, and domestic demand seems now to be picking up." In France and Germany, where "prospects for investment are more uncertain than in the United States," growth is expected to be more moderate. In the United Kingdom, "real GDP is forecast to remain sluggish during the remainder of 1976 but regain momentum around the turn of the year, the growth rate reaching 3½ per cent, annual rate, in the first half of 1977." "In Italy, restrictive demand management... may cause output to stagnate or decline for a time" (see Table I).

courseurs de la production font nettement apparaître une tendance croissante dans tous les grands pays de l'OCDE.
Le rythme d'accroissement du P.N.B. dans la zone de l'OCDE s'est accéléré pour passer d'un taux annuel de progression d'environ 4½% au second semestre de 1975 à quelque 6½% au premier semestre de 1976 «grâce surtout aux mesures de politique économique mises en œuvre et à d'autres facteurs temporaires, notamment au net renversement du cycle des stocks, qui ont cessé de diminuer pour recommencer à augmenter». «Avec l'atténuation ou la disparition de certains des facteurs temporaires... le rythme d'expansion marquera sans doute un ralentissement et se situera aux environs de 5% au cours des douze mois qui vont jusqu'au milieu de 1977.» (Voir Graphique 1.)

Dans l'ensemble, «les marges de capacités inutilisées et le chômage de-

Table I Growth of real GNP in the OECD area
Tableau I Croissance du P.N.B. réel dans les pays de l'O.C.D.E.

Percentage changes, seasonally adjusted at annual rates; estimates and forecasts
Taux annuels de variation, données désaisonnalisées; estimations et prévisions

	Average 1959-60 to 1972-73 Moyenne 1959-60 à 1972-73	From previous year Par rapport à l'année précédente			From previous half-year Par rapport au semestre précédent					
		1974	1975	1976	1975		1976		1977	
					I	II	I	II		
		1974	1975	1976	I	II	I	II	I	
Canada	5.1	3.2	0.6	5	-0.4	3.9	6	4 1/4	4 3/4	Canada
United States	4.2	-1.8	-2.0	7	-5.8	8.0	7	6	6	États-Unis
Japan	10.9	-1.3	2.2	6 1/4	0.8	3.5	7 3/4	5 3/4	7 1/4	Japon
France*	5.9	3.9	-2.4	6 1/4	-5.9	2.4	9 1/4	4 1/2	4 1/2	France*
Germany	4.9	0.4	-3.4	5 1/2	-6.5	2.9	8	3 3/4	4	Allemagne
Italy*	5.6	3.4	-3.7	1 1/2	-5.1	0.1	4 1/4	-2 1/4	2 1/4	Italie*
United Kingdom*	3.3	-0.1	-1.6	2 1/4	-5.0	-1.7	4 3/4	1 1/4	3 1/2	Royaume-Uni*
Total of above countries #	5.5	-0.3	-1.5	6	-4.6	5.0	7 1/4	4 3/4	5 1/4	Ensemble des pays ci-dessus #
Other OECD countries	5.5	3.3	-0.5	2 3/4	N	N	N	N	N	Autres pays de l'O.C.D.E.
Total OECD	5.5	0.3	-1.3	5 1/2	-4.1	4.4	6 1/2	4 1/2	5 1/4	Ensemble des pays de l'O.C.D.E.

Source: OECD

* GDP.
1974 weights and exchange rates.

Source: O.C.D.E.

* PIB.
Ponderations et taux de change de 1974.

"Price forecasts suggest that the process of winding down inflation has still far to go, and give grounds for no complacency." Even though "pressures from wage costs should continue to ease... there are a number of negative factors in the outlook." Notable in the present upswing is "the extent to which the prices of commodities in general - and of industrial materials in particular - have increased at such an early stage despite the existence of large producers' stocks and surplus capacity."

Moreover, "although it is expected that inflation will be reduced in some of the countries with the highest rates at present, substantial divergencies seem likely to remain at the middle of next year" and, the report states, "the differential rate of inflation between countries has probably been an important contributory factor to the turbulence in international exchange markets since the beginning of the year. The movement of some currencies seems to have been considerably greater than required by relative monetary conditions and developments in current external accounts." Over the next twelve months, "if there are to be no new large fluctuations of exchange rates, strong and determined measures will be required to bring inflation rates down where they are still high."

While stating that "fiscal policy decisions entailing a shift in a restrictive direction... have already been taken in several major countries, and

vraient diminuer quelque peu dans la plupart des pays». «La conjoncture est particulièrement favorable à la poursuite de l'expansion aux États-Unis», où le P.N.B. réel pourrait augmenter à un rythme sensiblement plus rapide que celui de la moyenne de l'OCDE. «La reprise paraît aussi bien établie au Japon, où les exportations progressent vigoureusement et où la demande intérieure donne maintenant des signes de redressement.» En France et en Allemagne où «les perspectives d'évolution de l'investissement sont plus incertaines qu'aux États-Unis», on prévoit une croissance plus modérée. Au Royaume-Uni, «le P.I.B. en termes réels restera sans doute assez hésitant pendant les mois suivant le premier trimestre «mais reprendra de la vigueur vers la fin de l'année; son rythme annuel de croissance pourrait atteindre 3½% au premier semestre de 1977». «En Italie, la politique restrictive de régulation de la demande... pourrait entraîner une stagnation ou une baisse temporaire de la production.» (Voir Tableau I.)

«Les perspectives d'évolution des prix inclinent à penser qu'il reste encore beaucoup à faire pour juguler l'inflation et ne donnent guère de motifs de satisfaction.» Même si «les pressions des coûts salariaux devaient continuer à s'atténuer... les perspectives se présentent sous un jour plus défavorable à plusieurs égards». Une des caractéristiques de la reprise actuelle réside dans «l'ampleur de la hausse qu'ont marquée, dans ses tout premiers stades, les prix des produits de base en général et des matières premières industrielles en particulier, en dépit de l'importance des stocks des producteurs et de l'exis-

monetary management has been prudent," the report injects a note of caution into its discussion of the year ahead. "Monetary expansion in most countries has been slower than in the similar phase of the last upswing. But partly because of large-scale sales of government debt, banking systems are highly liquid and monetary developments will have to be closely watched. . . . A further essential task for policy is to reduce discretionary budget deficits as private demand recovers." Indeed, the OECD notes that "Government budgets already announced suggest that the stance of fiscal policy to mid-1977 will, on balance, be less expansionary than in previous similar cyclical phases."

With the economic recovery in OECD countries, foreign trade has expanded more rapidly than was earlier anticipated and "the total OECD current deficit widened from about \$6 billion in 1975 to some \$20 billion at an annual rate in the first half of this year." This reflected the large swing to deficit in the current external balance of the United States. On the "assumption that the exchange rate pattern ruling in the first week of June remains unchanged" through the forecast period, the outlook paper anticipates a further, but smaller, widening to \$23 billion at annual rates in the OECD current deficit for the first half of 1977, a movement matched by a slightly larger surplus for the OPEC countries.

Demand and output

Assessing the current expansion in the industrial world, the report states that "the recovery . . . which began last year accelerated in the first half of 1976." At the same time, however, it makes the point that "the expansion depicted for the year to mid-1977 is considerably different from the 1972-1973 cyclical episode. . . . A major difference, of course, lies in the starting cyclical position, which was extremely low in the present episode." Other important differences are the less buoyant investment and the "relatively slow resumption of consumer spending. . . . A final difference is that demand-management policies are generally more cautious than in the previous upturn." Thus in the outlook for the next twelve months, the Secretariat foresees "a more moderate recovery than in earlier upswings."

With respect to the outlook for demand in the year ahead the report points out that "considering the area as a whole, there are uncertainties on both sides of the GNP forecast." "Stock building has recently played a much greater role than during the last two recoveries, and is a major source of uncertainty over the coming year." For example "the forecasts

tence de capacités excédentaires».

De plus, «on s'attend que le taux de l'inflation soit réduit dans certains des pays où elle est actuellement la plus rapide, mais il semble bien que d'importants écarts persisteront au milieu de l'an prochain . . . Les différences entre les taux d'inflation des divers pays ont probablement beaucoup contribué à la turbulence des marchés internationaux des changes depuis le début de cette année. Il semble que les mouvements de certaines monnaies aient été d'une ampleur disproportionnée à l'évolution respective des situations monétaires et des balances extérieures courantes». Au cours des douze prochains mois, «si l'on veut éviter de nouvelles et importantes fluctuations des taux de change, il faudra résolument mettre en œuvre des mesures énergiques pour faire baisser les taux d'inflation là où ils sont encore élevés».

Tout en observant que «dans plusieurs grands pays, des décisions ont déjà été prises dans le courant de 1976 pour infléchir la politique budgétaire dans un sens restrictif, et que la gestion monétaire est prudente», les auteurs du Rapport formulent certaines réserves au sujet de l'année qui vient. «Dans la plupart des pays, l'expansion monétaire a été plus lente jusqu'à présent que dans la phase analogue de la précédente reprise. Mais, en raison notamment de l'importance des ventes de titres d'emprunt public, les systèmes bancaires disposent d'abondantes liquidités et l'évolution monétaire devra être surveillée de près . . . Un autre objectif essentiel de la politique économique est de réduire les déficits budgétaires délibérés à mesure que la demande privée se redressera.» De fait, l'OCDE souligne qu'«il ressort des budgets annoncés par les gouvernements que l'orientation de la politique budgétaire jusqu'au milieu de 1977 sera, dans l'ensemble, moins expansionniste que dans de précédentes phases conjoncturelles du même genre».

À la faveur de la reprise économique dans les pays membres de l'OCDE, le commerce extérieur a connu une expansion plus rapide que prévu et «le déficit courant global de la zone de l'OCDE est passé d'environ 6 milliards de dollars en 1975 à quelque 20 milliards de dollars (taux annuel) au premier semestre de cette année». Ce phénomène est imputable à l'important mouvement déficitaire de la balance courante des États-Unis. Partant de «l'hypothèse que la configuration des taux de change de la première semaine de juin ne se modifiera pas» jusqu'à la fin de la période couverte par les prévisions, le Rapport prévoit une aggravation, peu importante toutefois, du déficit global des paiements courants des pays de l'OCDE, lequel s'établirait en chiffres annuels à 23 milliards de dollars au premier semestre de 1977 et serait accompagné d'un excédent légèrement supérieur pour les pays de l'OPEP.

include substantial reconstitution of stocks in the major countries . . . but its magnitude may have been under-estimated."

The consumer spending forecast is based on the premise of "a considerable reduction in savings ratios in many countries from the exceptionally high levels reached in 1974 and 1975," an assumption which is, the Secretariat warns, subject to "uncertainties . . . in both directions." Similarly "forecasts of consumer prices may be on the optimistic side . . . The initial direct effect of an additional percentage point to the consumer price forecasts . . . would be to reduce the growth of real GNP by ¼ per cent."

In its forecast for the next twelve months, the OECD notes that "a major question mark is the outlook for business investment. Only in the United States is it expected to show a strong underlying increase over the forecast period . . . Investment in Canada, which remained at a remarkably high level throughout the recession, may stay on a plateau . . . A recovery is also underway in Germany . . . despite the ending of the special incentives. However, in the other major European countries, as in Japan, private non-residential investment is forecast to remain relatively sluggish." Thus the study stresses that "one particularly difficult task for short-term policy may be to ensure a recovery of business fixed investment . . . Special measures to stimulate productive investment – within a generally prudent stance of demand management – could be helpful." Indeed as the Secretariat states, "in response to the recent decline in business fixed investment and the weak outlook during the forecast period, governments in a number of countries have implemented a wide range of measures to encourage expenditure."

Government spending on goods and services "is likely to expand at below-trend rates . . . The stimulus provided by public expenditure is forecast to lose strength progressively in the major European countries over the period to mid-1977. Public expenditure is expected to contribute about ½ per cent to GNP growth . . . in North America, somewhat less than the long-term average contribution."

The Secretariat concludes that "growth in final domestic demand may develop strongly in North America, Japan and possibly France, but is likely to be sluggish in Germany, Italy and the United Kingdom . . . In most smaller OECD countries the downturn was less marked than in the larger countries, and the upturn is also expected to be much slower, with real GNP rising about 2½-3 per cent this year."

The recovery is beginning to make an impact on labour markets,

Demande et production

Dans son évaluation de l'expansion en cours dans les pays industrialisés, le Rapport estime que «la reprise d'activité qui s'était amorcée l'an dernier . . . s'est accélérée au premier semestre de 1976». Il faut noter, toutefois, que «l'expansion envisagée dans les présentes prévisions diffère nettement de celle que l'on a observée pendant la phase conjoncturelle de 1972-73 . . . Ces différences tiennent pour beaucoup, bien sûr, au fait que la situation conjoncturelle de départ était extrêmement basse au début de la phase en cours». On ne peut négliger, non plus, les faits importants que constituent le fléchissement des investissements et «le redémarrage . . . relativement lent des dépenses de consommation . . . Autre différence, enfin: les politiques de régulation de la demande sont généralement plus prudentes que pendant la précédente phase de reprise». Ainsi dans leurs prévisions pour les douze prochains mois, les spécialistes du Château de la Muette pensent «que la reprise sera cette fois-ci plus modérée que dans les précédentes phases analogues».

En ce qui a trait à la demande au cours de l'année à venir, «la prévision relative à l'évolution du P.N.B. global de la zone comporte des incertitudes aussi bien dans un sens que dans l'autre». «La formation de stocks a récemment joué un rôle beaucoup plus important que dans les deux précédentes reprises et l'une des principales incertitudes tient à son évolution au cours des douze prochains mois. Les prévisions tablent sur une substantielle reconstitution des stocks . . . dans les grands pays, mais il n'est pas impossible que l'ampleur de celle-ci soit sous-estimée.»

Les pronostics quant aux dépenses de consommation sont fondés sur l'hypothèse que les taux d'épargne «baisseront considérablement dans de nombreux pays par rapport aux niveaux exceptionnellement élevés qu'ils ont atteints en 1974 et 1975. L'évolution effective pourrait s'écarter de cette hypothèse aussi bien dans un sens que dans l'autre». De même, «il n'est pas impossible que les prévisions relatives à l'évolution des prix à la consommation soient par trop optimistes . . . Si la hausse des prix à la consommation était, dans les grands pays, supérieure de 1% au taux prévu pendant les douze mois se terminant au milieu de 1977, cela aurait directement pour effet initial de réduire de ¾% la croissance du P.N.B. en termes réels».

Toujours pour les douze prochains mois, «l'une des principales incertitudes tient à l'évolution de l'investissement fixe des entreprises. Pendant la période couverte par les prévisions, celui-ci n'accusera sans doute de vigoureuse progression qu'aux États-Unis . . . Au Canada, où son niveau est resté remarquablement élevé pendant toute la phase de récession, l'investissement

particularly "in North America and Germany where the recovery started first," but in most other countries where "the recovery of activity occurred later . . . unemployment has continued to rise, albeit more slowly." "However, in a number of countries, the upswing during the next year will probably be sufficiently strong to pull up participation rates, thus slowing . . . the decline in unemployment." In France and Germany, where "the extensive under-utilisation of employees which developed in the recession" created a large potential for increases in output through higher productivity, "employment by mid-1977 may be only slightly higher than at present." In contrast employment in the United States could grow by perhaps 3 per cent and in Canada by about 3¼ per cent. Also in Japan, "with much of the slack already absorbed, an acceleration in the growth of employment is likely." However "the weakness of the recovery in Italy and the United Kingdom has meant that little if any progress has been made in reducing the degree of under-utilisation of existing employees" and "employment may continue to decline . . . over the forecast period."

Inflation

According to the Secretariat, price performance in the first half of 1976 "was better than anticipated, largely as a result of unexpectedly favourable food prices in North America and Japan" (see Table II) and the rise in the GNP deflator for the seven largest countries "decelerated to an annual rate of 6¼ per cent, or less than half the peak rate of about 14 per cent experienced in the second half of 1974."

"The central forecasts . . . indicate a modest rebound of GNP price increases in the second half of 1976, for the seven largest countries . . . with marginally lower rates of increase in the first half of 1977." Equally important, "this deceleration would be accompanied by a significant narrowing of inflation differentials between countries," assuming "the maintenance of current effective exchange rates."

Grounds for expecting some easing of prices are to be found on the cost side. "Recent settlements have reflected a significant moderation in wage bargaining attitudes" and "the cyclical rebound in productivity is expected to exert an important dampening effect on unit cost developments" (see Chart III). As a result the Secretariat expects "unit labour costs in the largest countries may increase by roughly 6 per cent in 1976, less than half as fast as last year."

pourrait marquer le pas . . . Un redressement est aussi en cours en Allemagne . . . en dépit de la venue à expiration des mesures spéciales d'incitation. Mais dans les autres grands pays d'Europe ainsi qu'au Japon, l'investissement privé non résidentiel demeurera sans doute relativement hésitant. Aussi «l'une des tâches les plus délicates de la politique économique à court terme sera peut-être d'assurer un redressement de l'investissement fixe des entreprises . . . Des mesures spéciales visant à stimuler l'investissement productif, dans le cadre d'une orientation prudente de l'ensemble de la régulation de la demande, pourraient y contribuer». Et de fait, comme il est dit dans l'étude, «devant le récent fléchissement des investissements fixes des entreprises et la médiocrité des perspectives pour la période couverte par les prévisions, les gouvernements d'un certain nombre de pays ont mis en œuvre toute une série de mesures destinées à encourager les dépenses».

La contribution des dépenses publiques en biens et en services «augmentera probablement en 1976 à un rythme inférieur à son taux tendanciel . . . On prévoit toutefois que l'impulsion donnée par les dépenses publiques perdra progressivement de sa vigueur dans les grands pays d'Europe au cours de la période allant jusqu'au milieu de 1977. La contribution des dépenses publiques à la croissance du P.N.B. en Amérique du Nord devrait être d'environ ½% . . . et se situer ainsi un peu au-dessous de la contribution moyenne dans le passé».

La conclusion est que «la progression de la demande intérieure finale sera sans doute vigoureuse en Amérique du Nord, au Japon et, peut-être aussi, en France, mais assez hésitante en Allemagne, en Italie et au Royaume-Uni . . . Dans la plupart des petits pays de l'OCDE, la baisse de conjoncture a été moins marquée que dans les grands pays et le redressement sera aussi sans doute beaucoup plus lent, avec une progression d'environ 2½ à 3% du P.N.B. réel pendant l'année en cours».

La relance commence à se faire sentir sur les marchés du travail, en particulier «dans les pays d'Amérique du Nord et en Allemagne, où la reprise s'est amorcée en premier lieu» mais «dans la plupart des autres pays, où la reprise de l'activité a commencé plus tard . . . le chômage a continué d'augmenter, bien que sa progression se soit ralentie». «Dans un certain nombre de pays, toutefois, l'essor de l'activité au cours de l'année prochaine sera sans doute assez vigoureux pour élever les taux d'activité, ce qui ralentirait . . . la baisse du chômage.» En France et en Allemagne, «la marge considérable de sous-utilisation de la main-d'œuvre employée, qui s'était formée pendant la récession» a donné lieu à un vaste potentiel d'accroissement de la

Table II Trends in consumer prices
Tableau II Tendances des prix à la consommation

	Percentage change Taux de variation				
	Average 1962-1972 Moyenne 1962-1972	From previous year Par rapport à l'année précédente			12 months ending May 1976 12 mois se terminant en mai 1976
		1973 1973	1974 1974	1975 1975	
Canada	3.3	7.6	10.9	10.8	8.9
United States	3.3	6.2	11.0	9.1	6.2
Japan	5.7	11.7	24.5	11.8	8.8
Australia	3.4	9.5	15.1	15.1	13.4 (2)
New Zealand	5.1	8.3	11.0	14.7	17.2 (2)
OECD Europe(1)	4.5	8.6	13.3	13.4	11.3
France	4.4	7.3	13.7	11.7	9.5
Germany	3.2	6.9	7.0	6.0	5.0
Italy	4.3	10.8	19.1	17.0	16.7
United Kingdom	4.9	9.2	16.0	24.2	15.4
Austria	3.9	7.6	9.5	8.4	7.4
Belgium	3.8	7.0	12.7	12.8	9.6
Denmark	6.0	9.3	15.3	9.6	8.6
Finland	5.7	10.7	16.9	17.9	14.2
Greece	2.7	15.5	26.9	49.1	14.0
Iceland	11.9	20.6	42.9	49.1	32.9
Ireland	5.8	11.4	17.0	20.9	16.2
Luxembourg	3.4	6.1	9.5	10.7	10.4
Netherlands	5.4	8.0	9.6	10.2	9.6
Norway	5.1	7.5	9.4	11.7	10.3
Portugal	6.3	12.9	25.1	15.3	11.3 (2)
Spain	7.1	11.4	15.7	16.9	20.1
Sweden	4.7	6.7	9.9	9.8	10.9
Switzerland	4.0	8.7	9.8	6.7	1.3
Turkey	8.6	14.0	23.8	21.2	15.0
Total OECD(1)	3.9	8.0	13.6	11.5	9.0
Canada					
États-Unis					
Japon					
Australie					
Nouvelle-Zélande					
Pays européens de l'O.C.D.E.(1)					
France					
Allemagne					
Italie					
Royaume-Uni					
Autriche					
Belgique					
Danemark					
Finlande					
Grèce					
Irlande					
Irlande					
Luxembourg					
Pays-Bas					
Norvège					
Portugal					
Espagne					
Suède					
Suisse					
Turquie					
Ensemble des pays de l'O.C.D.E.(1)					

Source: OECD

(1) 1973 private consumption weights and exchange rates.
(2) To latest available period.

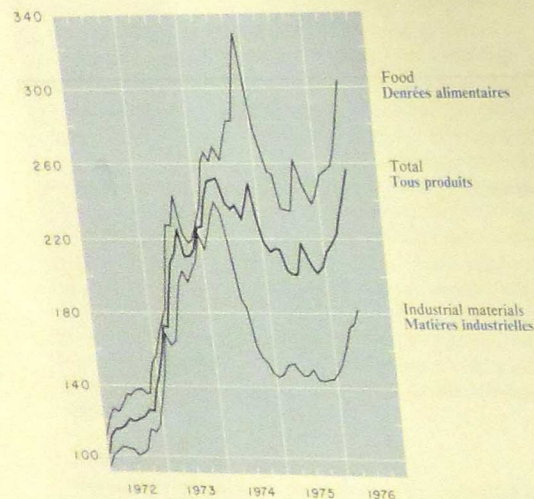
Source: O.C.D.E.

(1) Pondération de la consommation du secteur privé et taux de change de 1973.
(2) Période la plus récente pour laquelle on dispose de données.

On the other hand, the study expresses concern that "commodity prices in general, and industrial materials prices in particular, are now on a rising trend . . . Measured by the Economist index, market prices calculated in United States dollars rose by 20 per cent (actual rate) from November to May 1976, bringing prices, in nominal terms, back close to their March 1974 peak" (see Chart II). Also the recent uptrend in producer prices, "notably in basic materials industries where demand has strengthened earliest, is somewhat disquieting. Attempts to restore or increase unit-profit margins at an early stage of the recovery could rekindle inflationary expectations." "The acceleration in prices from rather low levels in relation to cost is not, in itself, surprising, given the

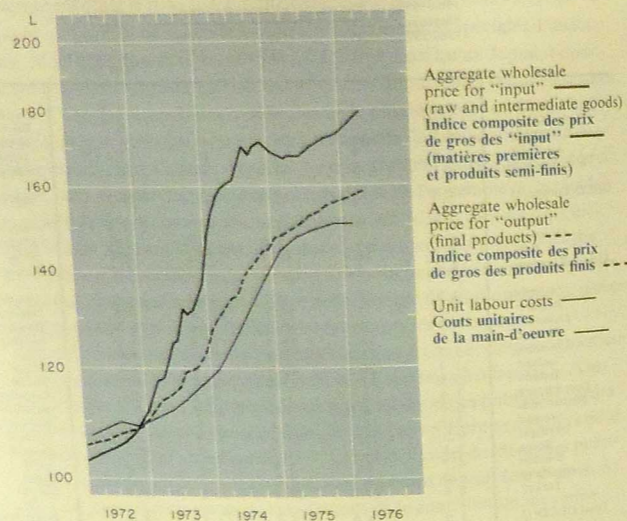
production par une hausse de la productivité et «l'emploi ne dépassera peut-être que légèrement son niveau actuel vers le milieu de 1977». En revanche, l'emploi pourrait bien progresser de quelque 3% aux États-Unis et d'environ 3¼% au Canada. Au Japon également, «une bonne part de la sous-utilisation des effectifs employés s'étant déjà résorbée, il est probable que la progression de l'emploi s'accélérera». Toutefois, «en Italie et au Royaume-Uni, le degré de sous-utilisation de la main-d'œuvre employée n'a guère pu diminuer en raison de la faiblesse de la reprise» et «l'emploi pourrait continuer à fléchir dans les deux pays pendant la période couverte par les prévisions».

Indexes 1970 = 100 Indices 1970 = 100



Source: The Economist U.S. dollar index, chart by the Bank of Canada.
Source: Indices en dollars E.-U. de l'Economist, graphique de la Banque du Canada.

Indexes 1970 = 100 Indices 1970 = 100



*Major OECD countries include Canada, the United States, Japan, France, Germany, Italy and the United Kingdom.
Source: OECD, chart by the Bank of Canada.
*Sept principaux pays de l'O.C.D.E.: Canada, États-Unis, Japon, France, Allemagne, Italie et Royaume-Uni.
Source: O.C.D.E., graphique de la Banque du Canada.

recovery in demand. What is unusual is the timing and magnitude of recent price increase relative to both the margins of unused capacity and the overhang of producer stocks." While acknowledging that it is "too early to assess the pricing behaviour of firms in the current upswing," the report cautions that "in a number of countries, the current moderation of wage behaviour could be jeopardised during the next wage round if the cyclical shift to profits is overly abrupt or excessive."

Current balances

"The recovery in economic activity - in particular the turnaround in stock adjustment - has generated a sharp rebound in the volume of OECD trade," according to the Secretariat. Over the next year "import volumes may expand at around 9 per cent (annual rate), close to their historical

Inflation

D'après le Secrétariat, la tenue des prix a été meilleure que prévu, «dans une large mesure à cause d'une évolution exceptionnellement favorable des prix des denrées alimentaires en Amérique et au Japon» (voir Tableau II) et la hausse des prix implicites du P.N.B. pour les sept grands pays «paraît s'être ralentie pour revenir à un taux annuel de 6 3/4% au premier semestre de 1976, taux inférieur de plus de moitié au maximum d'environ 14% enregistré au second semestre de 1974».

Les prévisions moyennes... indiquent pour le second semestre de 1976 un réveil modéré de la hausse des prix implicites du P.N.B. dans les sept grands pays... les taux d'augmentation se tassant légèrement au premier semestre de 1977. Autre élément important, «ce ralentissement s'accompagnerait d'une réduction sensible des écarts entre les divers taux d'inflation

relationship to output." However, "the volume of exports may expand marginally less rapidly... since demand from outside the OECD area may be constrained by financing considerations, and in some OPEC countries, port congestion."

The report points out that "in the first half of this year, the most striking features have been the improvement in the competitive positions of Italy and the United Kingdom, and a deterioration in that of Canada, all principally reflecting exchange rate developments." "Japanese exports appear to be advancing swiftly, influenced by the buoyancy of the United States economy." Because the United States is leading the cyclical recovery in the OECD area, "its trade has recently been characterised by steep import growth in combination with stagnating exports."

The Secretariat forecasts the OECD's current external deficit in 1976 as a whole at around \$20 billion and at a \$23 billion annual rate in the first half of 1977 (see Table III). Between 1975 and 1976, the widening in the overall OECD current balance "can be accounted for by the forecast turnaround of some \$15 billion in the United States' position."

nationaux», si l'on suppose «le maintien des taux de change effectifs actuels».

L'évolution des coûts permet d'espérer une amélioration des prix. «Les accords de salaires conclus récemment dénotent une réelle modération des positions prises dans les négociations collectives» et «le redressement conjoncturel de la productivité devrait avoir pour effet d'infléchir considérablement la tendance des coûts unitaires». (Voir Graphique III.) Par conséquent, le Secrétariat estime que, «dans les plus grands pays les coûts unitaires de main-d'œuvre pourraient augmenter d'environ 6% en 1976, taux inférieur de plus de moitié à celui de l'an dernier».

En revanche, «d'une façon générale, les prix des produits de base, et plus particulièrement ceux des matières premières industrielles, sont actuellement orientés en hausse» et «sur la base de l'indice de l'Economist, les prix du marché calculés en dollars des États-Unis ont augmenté de 20% (taux effectif) entre novembre 1975 et mai 1976, regagnant presque, en termes nominaux, leur maximum de mars 1974» (voir Graphique II), ce qui ne manque pas de causer certaines inquiétudes. De même, la hausse récente des prix à la production, «notamment dans les branches des produits de base où la de-

Table III
Tableau III

**World current account balance
Balance mondiale des paiements courants**

Billions of U.S. dollars, estimates and forecasts
Milliards de dollars E.-U.: estimations et révisions

	1974 1974	1975 1975	1976 1976	Annual rates, seasonally adjusted Chiffres annuels désaisonnalisés		
				1976 1976	1976 1976	1977 1977
				I	II	I
Canada	-1.7	-5.0	-5	-5	-5	-5
United States	-0.6	11.7	-3 1/2	-3 1/2	-3 1/2	-4 1/2
Japan	-4.7	-0.3	-2 3/4	-2 3/4	-2 3/4	-2 1/2
France	-6.0	3.7	-2	-2	-2	-2 1/2
Germany	9.7	0.6	-2 1/2	-2 1/2	-2 1/2	-2 1/2
Italy	-8.0	-3.8	-2	-2	-2	-2
United Kingdom	-8.7		-10	-6 1/2	-13 1/2	-15 1/2
Total of seven major countries	-20.0	-5 1/2	-20	-20	-21	-23
Total OECD	-33			Z.Z.	Z.Z.	-23
OPEC	65	40	51	Z.Z.	Z.Z.	-12
Non-oil developing countries	-17	-26 1/2	-21	Z.Z.	Z.Z.	-3
Other	-10	-15	-3			
World total	5	-7				

Canada
États-Unis
Japon
France
Allemagne
Italie
Royaume-Uni
Ensemble des sept grands pays
Ensemble des pays de l'O.C.D.E.
O.P.E.P.
Pays en voie de développement
non-producteurs de pétrole
Autres
Ensemble du monde

Source: O.C.D.E.

Source: OECD

Moreover "the most notable contributions to the somewhat wider OECD deficit expected in the first half of 1977 seem likely to be a further deterioration in the United States' position and the virtual disappearances of the Japanese and German surpluses. On the basis of the present forecasts there could be a substantial improvement in Italy's position." But "among the countries with the smaller economies, little overall improvement . . . is foreseen." However the report does suggest that "within the OECD area, serious international financing difficulties may be avoided over the coming twelve months."

According to the outlook paper, the OPEC current account surplus is expected to be boosted by "perhaps \$10 billion to around \$50 billion — a level still considerably below that of 1974" by "a recovery-induced increase in the volume of oil imports" by the industrial countries. Some benefits of the larger OECD current deficit should accrue also to the non-oil developing countries which "as a group will probably be able to reduce their net market borrowing without reducing the volume of imports."

mande s'est raffermie en premier, est quelque peu préoccupante. Des efforts en vue de rétablir ou d'accroître les marges bénéficiaires unitaires dans les débuts de la reprise pourraient ranimer les anticipations inflationnistes. «L'accélération des prix à partir de niveaux assez bas par rapport aux coûts n'est pas en soi surprenante, étant donné la reprise de la demande. Ce qui est inhabituel, c'est le déroulement temporel et l'ampleur des récentes hausses de prix, compte tenu à la fois des marges de capacité inutilisées et de l'existence de stocks considérables à la production.» Bien que conscients du fait qu'il soit encore trop tôt pour apprécier le «comportement des entreprises en matière de détermination des prix pendant le mouvement de reprise conjoncturelle en cours», les auteurs préviennent que «dans un certain nombre de pays, la modération qui caractérise actuellement l'évolution des salaires pourrait être compromise lors des prochaines négociations salariales, si le déplacement cyclique dans la répartition des revenus en faveur des bénéfices était trop brusque ou excessif».

Balance des paiements courants

«La reprise de l'activité économique et, plus particulièrement, le renversement du mouvement d'ajustement des stocks ont entraîné un vigoureux redressement du volume des échanges de la zone de l'OCDE», selon le Secrétariat. «Au cours des douze prochains mois, le volume des importations pourrait progresser à un rythme d'environ 9% (en taux annuel), proche de la relation tendancielle entre importations et production.» Toutefois, «le volume des exportations augmentera sans doute légèrement moins vite . . . la demande des pays extérieurs à la zone de l'OCDE risquant d'être freinée par des considérations financières et, dans certains pays de l'OPEP, par l'engorgement des ports».

Le Rapport souligne qu'«au premier semestre de cette année, les traits les plus saillants ont été l'amélioration des positions concurrentielles de l'Italie et du Royaume-Uni et la dégradation de celle du Canada, toutes variations résultant principalement des mouvements des taux de change». «Les exportations japonaises paraissent progresser rapidement, sous l'influence du dynamisme de l'économie des États-Unis.» Étant donné que les États-Unis mènent la reprise cyclique de la zone de l'OCDE, leur «commerce extérieur s'est caractérisé dernièrement par la conjonction d'une forte croissance des importations et d'une stagnation des exportations».

En 1976, le déficit de la balance courante de la zone de l'OCDE se situera aux alentours de 20 milliards de dollars et les prévisions indiquent que son taux annuel pourrait atteindre 23 milliards de dollars au premier semestre de 1977

(voir Tableau III). Entre 1975 et 1976, la variation globale de la balance courante de l'OCDE «peut être imputée au renversement prévu de quelque 15 milliards de dollars de la position des États-Unis». De plus, «il semble que les facteurs qui contribueront le plus à la légère augmentation du déficit de la balance de l'OCDE prévue pour le premier semestre de 1977 seront une nouvelle dégradation de la position des États-Unis et la disparition, à peu de choses près, des excédents du Japon et de l'Allemagne. Les prévisions actuelles laissent entrevoir que la position de l'Italie pourrait marquer un redressement substantiel». Mais «pour les petits pays de la zone, on ne prévoit guère de diminution globale de leur déficit d'ensemble pour cette année». Toutefois, le Rapport laisse entendre qu'«à l'intérieur de la zone de l'OCDE, les opérations de financement international ne soulèveront sans doute pas de sérieuses difficultés» au cours de la prochaine année.

«Une augmentation, induite par la reprise d'activité, du volume des importations de pétrole pourrait accroître» pour les pays industriels «d'environ 10 milliards de dollars l'excédent global des balances courantes des pays de l'OPEP, qui atteindrait ainsi quelque 50 milliards de dollars, chiffre nettement plus faible que celui de 1974». L'augmentation du déficit de la balance des paiements courants devrait également profiter quelque peu aux pays en voie de développement non producteurs de pétrole, car «ce groupe de pays sera probablement à même de réduire ses emprunts nets sur les marchés, sans réduire le volume de ses importations».

Cover:

Great Britain Silver Florin 1849

In the 1840s, as in the 1960s, Great Britain began planning for a change-over to a decimal currency system. Pieces bearing proposed designs were produced and in 1849 coins of a new denomination were issued as a trial run. This coin was the florin with a value of a tenth of the pound, the equivalent of two shillings. The florin was intended to replace the half-crown in general circulation but when it failed to gain ascendancy over the half-crown, plans to issue other decimal denominations were dropped, although the florin continued to be produced. The switch to a decimal currency system in Great Britain was finally brought about in 1971. The reverse of the 1849 florin is illustrated on the cover. The intricate Gothic style design contains four crowned shields: two for England, one for Scotland (right) and one for Ireland (left). The name florin was given to this denomination because it was almost equivalent in value to the silver florin of the Netherlands and Austria. This first British silver florin lacks the familiar Latin phrase *DEI GRATIA* (by the grace of God) as part of the Queen's titles on the obverse side and the coins soon came to be known as "graceless" or "Godless". Queen Victoria is said to have been greatly upset by this and in 1851 florins with the more familiar legend were issued. This coin is part of the National Currency Collection of the Bank of Canada.

Photography by J. A. Haxby, Bank of Canada.

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.
CN ISSN 0045-1460

Couverture:

Grande-Bretagne — Florin d'argent (1849)

La Grande-Bretagne n'a pas attendu les années 1960 pour tenter de se convertir au système décimal. Elle y avait songé dès les années 1840 et ordonné la fabrication de pièces expérimentales de divers modèles. Une pièce nouvelle, lancée à titre d'essai, apparut en 1849: le florin, qui valait le dixième d'une livre, soit deux shillings. L'objectif visé était que le florin soit utilisé comme monnaie courante à la place de la demi-couronne, mais il n'arriva pas à supplanter sa rivale, et l'idée d'émettre d'autres pièces décimales fut abandonnée, sans que cesse toutefois la frappe du florin. La conversion de la Grande-Bretagne au système décimal s'est enfin réalisée en 1971. Le revers de ce florin de 1849 apparaît sur la couverture. De style gothique compliqué, le motif comprend quatre écussons couronnés: deux pour l'Angleterre, un pour l'Écosse à droite et un autre pour l'Irlande à gauche. La pièce reçut le nom de florin parce que sa valeur était à peu près équivalente à celle du florin d'argent des Pays-Bas et de l'Autriche. L'expression latine *DEI GRATIA* (par la grâce de Dieu), habituellement accolée aux titres de la Reine, ne figurait pas sur l'avers de ce premier florin britannique; aussi cette pièce fut-elle bientôt surnommée «pièce sans grâces» ou encore «pièce sans Dieu». On rapporte que cette lacune déplut vivement à la Reine Victoria et que la formule latine familière fut insérée lors de l'émission de 1851. L'échantillon reproduit fait partie de la Collection nationale de monnaies de la Banque du Canada.
Photographie: J. A. Haxby, Banque du Canada.

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.
CN ISSN 0045-1460

The corporate short-term paper market

One of the most striking developments in the Canadian financial system during the past two decades has been the emergence of a broad and diversified money market. Since the mid 1950s when a money market was established in Canada with official support and encouragement, it has grown enormously in size and sophistication. New instruments and techniques have been developed and today the Canadian money market serves a broad spectrum of borrowers and lenders dealing in a wide range of short-term instruments.

It is not possible within the confines of a single article to discuss all of the ramifications of the Canadian money market as it has evolved over the past two decades. The market for Government of Canada treasury bills was the subject of an earlier article.* Here we will be focussing primarily on one of the other major segments of the money market, corporate short-term paper. It is planned in a subsequent article to discuss the rapid growth in chartered bank instruments and the major role played by the chartered banks in the money market.

Historical perspective

Prior to the 1950s, a short-term market was virtually non-existent in Canada. Sales finance companies had begun to issue paper in the late 1940s and the amount outstanding increased to over \$100 million in 1951 when a policy of monetary restraint following the outbreak of the Korean war led to a freeze on bank lines of credit. However, the primary impetus to the establishment of an official money market in Canada came from the steps taken by the authorities in the early 1950s to encourage the development of a more active market in treasury bills and other short-term Government of Canada securities. These actions included a change in the regular treasury bill auction from a fortnightly to a weekly basis in early 1953 and at the same time the institution by the Bank of Canada of arrangements for purchase and resale agreements

*See: Government of Canada treasury bills, Bank of Canada Review, May 1972.

Le marché du papier à court terme des sociétés

L'un des événements qui ont le plus marqué l'évolution du système financier canadien au cours des vingt dernières années a été l'émergence d'un marché monétaire étendu et diversifié. Grâce à la participation et à l'encouragement des autorités au milieu des années cinquante, le marché monétaire est devenu de plus en plus important et complexe. De nouvelles techniques et de nouveaux instruments de crédit se sont imposés de sorte qu'aujourd'hui le marché monétaire canadien sert une grande variété d'emprunteurs et de prêteurs qui disposent d'un large éventail d'effets à court terme.

Il n'est pas possible, dans le cadre d'un seul article, d'exposer toutes les ramifications de ce marché tel qu'il a évolué au cours des deux dernières décennies. Le marché des bons du Trésor du gouvernement canadien a été analysé dans un précédent article*. Le présent article traite d'un autre secteur important du marché monétaire, soit celui du papier à court terme des sociétés. Un article subséquent analysera la croissance rapide des instruments de crédit bancaire et le rôle primordial joué par les banques sur le marché monétaire.

Rétrospective

Avant les années cinquante, il n'existait pratiquement pas de marché à court terme au Canada. Les sociétés de financement avaient commencé à émettre du papier vers la fin des années quarante, et l'encours de ces effets atteignait en 1951 plus de 100 millions de dollars lorsque le déclenchement de la guerre de Corée provoqua une politique de restriction monétaire qui entraîna le blocage des lignes de crédit bancaire. Cependant, c'est l'action entreprise par les autorités au début des années cinquante qui donna une première impulsion à l'établissement d'un marché monétaire officiel. Parmi les mesures prises en vue de promouvoir le développement d'un marché actif des bons du Trésor et des autres titres à court terme du gouvernement, il convient de citer le passage au début de 1953 d'une adjudication bimensuelle des bons du Trésor à une adjudication hebdomadaire. Parallèlement, la Banque du

*Les bons du Trésor du gouvernement canadien, Revue de la Banque du Canada, mai 1972.

with a number of investment dealers as a means of encouraging them to take a 'jobbing' (or inventory) position. A year later a further major step was taken with the introduction by the chartered banks of day-to-day loans which provided the money market dealers with an alternative way of financing inventories of short-term Government securities.* By the late 1950s these innovations, together with other related developments, had led to a marked broadening and deepening of the market for treasury bills and other short-term Government of Canada securities. A further important outcome was the impetus that these initiatives gave to the growth of a market in other short-term instruments.

A rapidly growing market for non-government short-term instruments developed in the late 1950s and early 1960s, as a number of larger borrowers began to make use of this new alternative to bank accommodation. The amount of finance company paper outstanding increased steadily and, though a market in other commercial paper was slower in developing, by the late 1950s grain dealers and other large non-financial corporations were meeting part of their requirements for short-term funds through the issue of notes. Virtually all were firms that experienced pronounced seasonal fluctuations in their cash flows and thus tended to be active on both sides of the market, issuing notes at one time of the year while investing surplus funds in the market at other times. Other new entrants to the short-term paper market in the early 1960s included provincial governments and their agencies and some of the larger municipalities. In 1962, another new instrument, the bankers' acceptance, was introduced with the support of the Bank of Canada, the chartered banks and the money market dealers.

In addition to the initiatives taken by the authorities, other factors contributed to the rapid growth of a market for short-term paper during the late 1950s and early 1960s. The greater flexibility of market interest rates as opposed to interest rates on loans from banks or other financial institutions encouraged large borrowers to turn to the paper market because they could frequently borrow for less there than from the banks and, especially in the case of sales finance companies, because the availability of bank credit was often restricted during periods of credit restraint. At the same time, the higher return that could often be earned on money market instruments compared with bank deposits encouraged

Canada, afin d'inciter les négociants en valeurs mobilières à gonfler leurs portefeuilles, conclut avec un certain nombre de ces négociants des accords par lesquels elle consentait à prendre des effets en pension. Un an plus tard, une autre étape importante fut franchie avec l'introduction par les banques à charte de prêts au jour le jour qui procuraient aux négociants agréés du marché monétaire un moyen supplémentaire de financer leurs portefeuilles de titres à court terme du gouvernement canadien*. À la fin des années cinquante, ces initiatives conjuguées à d'autres développements connexes avaient provoqué une expansion remarquable du marché des bons du Trésor et des autres titres à court terme du gouvernement canadien. Autre résultat important, ces mesures favorisèrent l'épanouissement d'un marché de nouveaux instruments de crédit à court terme.

C'est ainsi qu'un marché d'instruments à court terme du secteur privé s'est rapidement développé vers la fin des années cinquante et au début des années soixante, alors que certains gros emprunteurs optaient pour ce nouveau mode de financement plutôt que de faire appel aux prêts bancaires. L'encours du papier commercial des sociétés de financement crût régulièrement et, même si l'évolution du marché des autres effets commerciaux fut plus lente, vers la fin des années cinquante les négociants en grains et d'autres grandes sociétés non financières s'approvisionnaient partiellement en fonds à court terme par l'émission de billets. Presque toutes ces firmes connaissaient des fluctuations saisonnières prononcées dans les mouvements de leurs encaisses et cherchaient ainsi à être tantôt emprunteurs, tantôt prêteurs, émettant des billets à certains moments de l'année et investissant leurs surplus à d'autres moments. Parmi les nouveaux venus sur le marché du papier à court terme au début des années soixante, il faut noter les gouvernements provinciaux, leurs entreprises et quelques-unes des plus importantes municipalités. Un nouvel instrument de crédit, l'acceptation bancaire, fut créé en 1962 avec l'appui de la Banque du Canada, des banques à charte et des agents agréés du marché monétaire.

En plus des initiatives prises par les autorités, certains facteurs contribuèrent à la progression rapide du marché du papier à court terme à la fin des années cinquante et au début des années soixante. Une plus grande flexibilité des taux d'intérêt sur ce marché, comparativement à ceux exigés par les banques ou par les autres institutions financières, encouragea les gros emprunteurs à se tourner vers le marché du papier à court terme. Ce déplacement

*For a fuller discussion of the various steps taken to establish a money market in Canada: See article on Government of Canada treasury bills. See also The Bank of Canada in 1953 and 1954: A further stage in the evolution of central banking in Canada, Bank of Canada Review, January 1976.

*Pour un exposé plus complet des diverses mesures prises pour établir un marché monétaire au Canada, voir l'article précité sur les bons du Trésor ainsi que L'évolution de la Banque du Canada en 1953-1954: une nouvelle étape de l'histoire de la banque centrale, Revue de la Banque du Canada, janvier 1976.

investment in the market. The investment dealers also played a significant role in the development of the market. Not only were they instrumental in bringing new borrowers into the market, but they also helped to broaden the market by introducing the repurchase or 'buy-back' technique. Under this arrangement, the dealer sells securities to investors and at the same time contracts to buy them back at a later date. For the lender, 'buy-backs' have the advantage that the terms can be tailored to suit his requirements, while for the dealer they provide greater flexibility in the marketing of paper as well as a source of inventory financing. Although initially Government of Canada securities were used as collateral, higher-yielding private paper soon came to be used as well and 'buy-backs' rapidly became an important feature of the market. During the 1960s the chartered banks reacted to this increased competition for short-term funds by introducing a series of new deposit instruments, such as fixed term deposits at negotiated rates, including notes in bearer form, and foreign currency swapped deposits. The introduction of these deposit instruments, together with the removal in the 1967 Bank Act revision of the 6 per cent ceiling on bank lending rates, enabled the banks to compete more effectively. As a result, during the past decade there has been a very significant expansion in the money market activities of the chartered banks with the banks placing an increased emphasis on liability management in responding (along with liquid asset management) to changing monetary conditions or shifts in loan demand.

As can be seen in Table I, which shows the growth in selected money market instruments during the past two decades, much of the growth in the money market during the past ten years has been in instruments other than Government of Canada securities. Although the amount of treasury bills and other short-term Government of Canada securities has increased and these instruments remain the focal point of Bank of Canada open market operations, in terms of total market activity transactions in Government securities are much less significant than they were in earlier years. The growth in chartered bank non-personal fixed term deposits (including deposits of over one year) and swapped deposit has been particularly striking; at the end of 1975 such deposits accounted for around 40 per cent of the total shown in the table compared with just over 20 per cent a decade ago. There has also been a very substantial expansion in the amount of corporate short-term paper outstanding and it is on this market that the remainder of the article will focus.

s'explique du fait que, dans bien des cas, ces gros emprunteurs pouvaient obtenir des fonds sur ce marché à moins de frais qu'auprès des banques et que, particulièrement en ce qui concerne les sociétés de financement, la disponibilité du crédit bancaire était souvent limitée pendant les périodes de restriction du crédit. Parallèlement, un meilleur rendement des instruments du marché monétaire par rapport aux dépôts bancaires stimula l'investissement sur ce marché. Il convient aussi de signaler le rôle important tenu par les négociants en valeurs mobilières dans le développement de ce marché. Ceux-ci ont non seulement contribué à amener de nouveaux emprunteurs, mais ont également aidé à élargir ce marché en y introduisant le système de rachat ou de prise en pension, selon lequel le négociant vend des titres à des investisseurs et s'engage du même coup à les racheter à une date ultérieure. Pour le prêteur, ces prises en pension présentent l'avantage de pouvoir être conclues à des conditions qui lui conviennent, tandis qu'elles procurent au négociant une commercialisation plus flexible du papier en même temps qu'un moyen de financer son portefeuille. À l'origine, les titres impliqués dans ces opérations étaient des titres du gouvernement canadien, mais bientôt le papier du secteur privé, qui offrait un rendement plus élevé, fut utilisé aux mêmes fins et ces prises en pension devinrent rapidement un trait saillant du marché.

Au cours des années soixante, les banques à charte réagirent à cette concurrence accrue dans la recherche de fonds à court terme en créant de nouveaux instruments, tels que les dépôts à terme fixe à taux d'intérêt négocié, les billets au porteur et les dépôts-swaps libellés en monnaies étrangères. L'introduction de ces nouveaux instruments de dépôt, ainsi que la suppression, suite à la révision de 1967 de la Loi sur les banques, du plafond de 6% imposé aux taux d'intérêt sur les prêts bancaires, ont permis aux banques de mieux affronter la concurrence. Il en est résulté pendant la dernière décennie une très importante augmentation de l'activité des banques à charte sur le marché monétaire, celles-ci accordant une importance accrue à la gestion du passif (de pair avec la gestion des avoirs liquides), en réaction aux variations de la conjoncture monétaire ou de la demande de prêts.

Comme le montre le Tableau I, qui présente l'évolution de quelques instruments du marché monétaire pendant les deux dernières décennies, les instruments autres que les titres du gouvernement canadien ont, pendant les dix dernières années, largement contribué à la croissance du marché monétaire. Malgré une augmentation du montant des bons du Trésor et des autres titres gouvernementaux à court terme et, bien que ces titres demeurent un élément essentiel des opérations d'open-market de la Banque du Canada, les

Table 1
Tableau 1

Growth of selected money market instruments and chartered bank deposits
Évolution de quelques instruments du marché monétaire et de certaines catégories de dépôts bancaires

	Amount outstanding as at year-end Encours en fin d'année					Percentage of total outstanding En % de l'encours global		
	Millions of dollars En millions de dollars							
	1954	1960	1964	1970	1975	1964	1970	1975
Government of Canada Treasury bills	1,530	1,985	2,140	3,625	6,200	23.7	20.8	17.6
Short-term bonds (3 years and under)	2,439	3,566	3,572	5,200	6,957	39.6	29.8	19.7
Sub-total	3,969	5,551	5,712	8,825	13,157	63.4	50.5	37.3
Corporate short-term paper								
Finance company paper	157	542	1,143	1,442	3,008	12.7	8.3	8.5
Other commercial paper	28	166	206	902	3,098	2.3	5.2	8.8
Bankers' acceptances	-	-	11	395	1,047	0.1	2.3	3.0
Sub-total	185	708	1,360	2,739	7,153	15.1	15.7	20.3
Chartered banks								
Bearer term notes and other non-personal fixed term deposits†			1,222*	3,744	13,446	13.6	21.4	38.1
Swapped deposits				718	1,689	8.0	9.7	2.5
Sub-total			1,940	5,433	14,343	21.5	31.1	40.7
Provincial and municipal governments and their enterprises								
Treasury bills and other short-term paper				464	608		2.7	1.7
Total			9,012	17,461	35,261	100.0	100.0	100.0

†Includes deposits of over one year; as at the end of 1975 such deposits accounted for just over 20 per cent of the total.

*Estimated as at the end of 31 March, 1965.

†Comprend les dépôts à plus d'un an; à la fin de 1975 ces dépôts constituaient légèrement plus de 20% du total.

*Estimations au 31 mars 1965.

The instruments and the borrowers

Corporate short-term paper is defined in this article as notes with an original term to maturity of one year or less. It includes finance company paper, commercial paper issued by non-financial corporations and other financial corporations, and bankers' acceptances. For a number of borrowers the paper market provides an alternative source of short-term funds at an over-all cost that is often below that for a bank loan. Most of the borrowing by non-financial corporations is done for such purposes as offsetting seasonal cash outflows, the financing of inventories or the extension of trade credit. Corporations also use the market to smooth out the inflow of funds from debt or equity financing, and to invest temporarily surplus funds. Financial corporations, on the other hand, use the paper market as a source of funds for financing their investment and lending activities.

One of the important advantages of the paper market to the issuer or borrower is that it broadens his sources of short-run financing. Borrowing in the paper market will also often be less expensive than bank loans which are the main alternative source of short-term financing. Another advantage is that funds are usually readily available. In periods of

opérations sur titres du gouvernement, si on les compare à l'ensemble de celles du marché, sont moins importantes qu'elles ne l'étaient auparavant. La croissance des dépôts non personnels à terme fixe (y compris les dépôts à plus d'un an) et des dépôts-swaps dans les banques à charte est particulièrement frappante; à la fin de 1975 ces dépôts constituaient environ 40% du total indiqué au tableau, alors que dix ans auparavant ils n'en formaient que 20%. L'encours du papier à court terme des sociétés a lui aussi connu une très forte augmentation, et le reste de cet article portera sur le marché de ce papier.

Les instruments de crédit et les agents économiques

Le papier à court terme des sociétés est défini dans cet article comme étant des billets qui ont une échéance initiale inférieure à un an. Il comprend le papier des sociétés de financement, le papier commercial émis par les autres sociétés financières et par les sociétés non financières, de même que les acceptations bancaires. Pour un certain nombre d'emprunteurs, le papier constitue une source complémentaire de financement à court terme dont le coût global est souvent moindre que celui des prêts bancaires. La plus grande partie du financement obtenu par les sociétés non financières sert à compenser les sorties saisonnières de fonds, à financer la constitution de leurs

rapidly expanding credit demands, reliance on the paper market will tend to increase, causing rates in the market to move upward. Since changes in bank prime lending rates tend to lag behind movements in market rates, this can result in paper rates moving towards or even occasionally exceeding bank prime lending rates, removing some of the incentive to borrow in the paper market. Some borrowers that rely heavily on the paper market, such as sales finance companies, however, may continue to issue paper as a hedge against the possibility of a rationing of credit by the banking system and to keep their name in front of investors.

Most of the corporations issuing paper make use of the services of investment dealers in the marketing of their paper. Usually a selling group will be formed comprising a number of dealers. A commission is charged, usually the equivalent of 1/8 of one per cent per annum of the value of the notes. The dealer may act as an agent or alternatively as a principal, purchasing the notes for subsequent resale, possibly under a 'buy-back' arrangement or with a call feature added.

Although a distinction is often made between finance company paper and other commercial paper, this practice largely reflects the fact that the sales finance companies were the first to issue paper and are regular borrowers in the market, meeting a major share of their requirements for short-term funds through the issuance of paper. In most respects, there is very little difference between finance company paper and other commercial paper. In the case of some finance companies, the notes are backed by specific assets, such as the instalment obligations due to the company, whereas paper issued by other finance companies and virtually all other commercial paper is not specifically secured but is instead backed by the general credit of the issuing corporation. In some cases repayment may be guaranteed by a parent corporation. The notes are generally supported by stand-by or unused lines of credit at the borrower's bank(s). Most borrowers issue notes with minimum denominations of \$50,000 or higher for terms of one year or less as most provincial authorities only require the registration of notes and the filing of a prospectus when the minimum denomination is less than \$50,000 or the terms exceed one year. However an issue will typically be supported with documentation, even though a prospectus is not filed. Some finance companies also issue notes in smaller denominations; generally these are companies that issue medium-term notes for which the filing of a prospectus is required. Although the terms of notes issued range from

stocks or encore à permettre une prolongation de leur crédit commercial. Les sociétés non financières ont également recours à ce marché pour régulariser les entrées de fonds provenant du financement par emprunt ou par émission d'actions et pour investir un excédent temporaire de liquidités. D'autre part, les sociétés financières se servent du papier à court terme pour financer leurs placements et leurs opérations de prêt.

L'un des principaux avantages que présente le marché du papier pour l'émetteur ou l'emprunteur est qu'il accroît les sources de financement à court terme mises à sa disposition. Les emprunts obtenus sur ce marché sont souvent moins dispendieux que le recours au crédit bancaire, lequel constitue la principale solution de rechange au niveau du financement à court terme. Un autre avantage provient du fait que les fonds sont généralement disponibles sur-le-champ. Lors des périodes caractérisées par un gonflement rapide de la demande de crédit, le recours au papier à court terme a tendance à augmenter, provoquant ainsi une hausse des taux en vigueur sur le marché. Étant donné que les variations des taux préférentiels des banques à charte tendent à réagir avec retard aux variations du marché, il peut s'ensuivre que les taux du papier commercial se rapprochent des taux préférentiels des banques ou même parfois les dépassent, ce qui diminue en partie l'attrait du papier. Toutefois, certains emprunteurs qui font appel dans une très large mesure au marché à court terme, tels les sociétés de financement, pourront continuer à émettre du papier pour se couvrir contre tout resserrement éventuel du crédit de la part du système bancaire et pour se garder la faveur des investisseurs.

La plupart des sociétés qui procèdent à l'émission de papier ont recours aux services de négociants en valeurs mobilières pour la commercialisation de leur papier. En général, un certain nombre de négociants en valeurs se réunissent en un groupe responsable de la vente. Le pourcentage de la commission à verser équivaut habituellement à un taux annuel de 1/8 de 1% de la valeur des billets. Le négociant peut jouer le rôle d'un agent ou encore celui d'un investisseur par l'achat de billets destinés à une vente ultérieure, laquelle s'effectuera possiblement dans le cadre d'un accord de prise en pension ou encore sera sujette à une clause de rachat.

La distinction qui s'établit souvent entre le papier des sociétés de financement et les autres types de papier commercial provient surtout du fait que les sociétés de financement ont été les premières à émettre du papier, qu'elles empruntent régulièrement sur le marché et satisfont ainsi une part importante de leurs besoins en fonds à court terme. À toutes fins pratiques, le papier des sociétés de financement diffère très peu des autres types de papier commer-

overnight to one year, the majority are issued with an original term of 30 to 90 days. Some have a call feature which adds to their marketability; under this arrangement the lender can demand repayment upon giving 24 hours notice, though normally the return is lower than if the note runs to maturity. The notes may be interest bearing or sold at a discount and may be fully registered or in bearer form.

An important consideration in the marketing of paper is the extent to which it is an eligible investment for financial institutions. Many of the major institutions, such as life insurance companies and trust companies, are subject to certain restrictions as to the securities they can invest in by federal and provincial statutes. In general the more important restrictions relate to the borrowing company's record of dividend payments over the past five years, or to its earnings relative to its interest payments on outstanding debt.

Although bankers' acceptances are similar to commercial paper, there are a number of features that differentiate them. Essentially a bankers' acceptance is a commercial draft that has been accepted by the borrower's bank; it is, thus, backed by the credit of both the issuer and the bank. Acceptances differ from commercial paper in that money market dealers may use them as eligible collateral for chartered bank day-to-day loans and for purchase and resale agreements with the Bank of Canada up to an amount equal to 15 per cent of the dealer's line of credit with the Bank of Canada. They are issued only in Canadian dollars, the minimum denomination is \$100,000, terms are normally for 30 to 90 days and they may only be issued by Canadian customers of Canadian banks in connection with transactions relating to production or marketing of goods and products as mentioned in Section 18(1)(f) and/or (g) of the Bank of Canada Act.* Normally the yield on bankers' acceptances is slightly less than on commercial paper, though the over-all cost to the borrower is likely to be higher, after allowance for the acceptance fee charged by the banks. Currently the fee charged is generally within a range of 1/2 to 1 per cent per annum.

For a number of years after their introduction the market in bankers' acceptances remained small and limited but in the late 1960s there were a number of developments, partly of a technical nature, that contributed to a significant expansion in the early 1970s. One of the reasons that a

*In Canada, bankers' acceptances are not necessarily related, as they are in some countries, to specific merchandise or identifiable transactions in international trade.

cial. Les billets de certaines sociétés de financement sont nantis par des avoirs spécifiques tels les versements obligatoires dus à ces sociétés, alors que le papier des autres sociétés de financement de même que presque tous les autres types de papier commercial ne sont pas garantis par des avoirs mais plutôt par le crédit global de la société émettrice. Dans certains cas, le remboursement peut être avalisé par la société mère. De façon générale les billets sont garantis par des lignes de crédit de réserve ou des lignes de crédit inutilisées maintenues à la banque de l'emprunteur. La majorité des emprunteurs émettent des coupures de 50,000 dollars ou plus à échéance d'un an ou moins, étant donné que la plupart des gouvernements provinciaux n'exigent l'enregistrement des billets et le dépôt d'un prospectus que lorsqu'il s'agit de coupures de moins de 50,000 dollars ou dont l'échéance est de plus d'un an. Toutefois, une émission est normalement attestée par des documents officiels même s'il n'est pas nécessaire de déposer un prospectus. Certaines sociétés de financement procèdent aussi à l'émission de billets de plus petites coupures; il s'agit le plus souvent de sociétés qui émettent également des billets à moyen terme pour lesquels un prospectus est obligatoire. Même si l'échéance des billets émis varie entre une journée et un an, la plupart d'entre eux sont munis d'une échéance initiale de 30 à 90 jours. Certains possèdent une clause de rachat qui facilite leur commercialisation; grâce à cette clause, le prêteur peut exiger le remboursement moyennant un préavis de 24 heures. Dans ce cas le rendement est normalement inférieur à ce qu'il serait si l'effet était remboursé à l'échéance. Les billets peuvent être porteurs d'intérêt ou vendus à escompte, émis au porteur ou entièrement nominatifs.

Lorsqu'il est question de la mise en marché du papier à court terme, il est important de considérer le degré d'éligibilité de ce type de placement pour les institutions financières. Plusieurs de ces grandes institutions, telles les compagnies d'assurance-vie et les sociétés de fiducie, sont régies par des lois provinciales et fédérales qui les soumettent à certaines restrictions quant au genre d'investissements qu'elles peuvent effectuer. Généralement, les restrictions les plus importantes touchent à la performance des paiements de dividendes effectués par la société emprunteuse au cours des cinq dernières années, ou encore aux gains réalisés par rapport aux paiements d'intérêt sur la dette en circulation.

Les acceptations bancaires sont semblables au papier commercial, mais il existe tout de même un certain nombre de particularités qui les en distinguent. En réalité, une acceptation bancaire est une traite commerciale qui a été acceptée par la banque du tireur; elle est par conséquent protégée à la fois

market had been slow to develop was that investment dealers could make a return by holding acceptances and financing their inventories through lower-cost day loans. As a result, bidding by dealers kept yields on bankers' acceptances relatively low and little interest developed on the part of other investors. In 1969, the Bank of Canada phased in new arrangements which reduced the amount of day loans money market dealers could collateralize with bankers' acceptances. This led to a more competitive relationship with commercial paper and to a broadening of the market. At the same time tight credit conditions in 1969 and early 1970 encouraged borrowers to turn to the acceptance market. It is of interest to note that whereas only the larger well known companies had access to the commercial paper market at the time bankers' acceptances were introduced, in recent years an increasing number of smaller, credit-worthy companies have begun to issue commercial paper, often after first gaining market recognition by issuing bankers' acceptances.

Development of the market

Since the 1950s, the amount of corporate short-term paper outstanding has increased substantially to over \$7 billion at the end of 1975. Through this period the growth of the market has at times been much more rapid than at other times, reflecting both the underlying strength of demand for funds and various institutional factors. As has already been mentioned, interest rate differentials were an important factor in the rapid growth of the market during its early years. The sales finance companies in particular relied heavily on the short-term paper market and as the strong funds were primarily used for financing consumer durables, the strong demand for such products in the postwar period and rapid growth of consumer credit meant that their requirements for funds were rising sharply. By the end of 1964, the amount of finance company paper outstanding had increased to over \$1 billion and was by far the most important type of paper on the private market. The failure of a finance company, Atlantic Acceptance, in 1965, however, led for a time to some loss of investor confidence and as a result between March and December 1965, the amount of finance company paper outstanding (excluding Atlantic Acceptance) declined by over \$200 million, rates on finance paper rose and resort to bank financing increased substantially. While growth in finance company paper resumed in 1966, it remained relatively moderate until the early 1970s.

par le crédit de l'émetteur et par celui de la banque. Les acceptations diffèrent du papier commercial du fait que les négociants du marché monétaire peuvent les utiliser comme nantissement pour les prêts au jour le jour auprès des banques à charte et pour les prises en pension conclues avec la Banque du Canada jusqu'à un montant équivalant à 15% de la ligne de crédit détenue par ces négociants auprès de la Banque du Canada. Les acceptations sont libellées en dollars canadiens uniquement, les plus petites coupures sont de 100,000 dollars, et normalement l'échéance varie entre 30 et 90 jours. Elles ne peuvent être émises que par des clients canadiens de banques canadiennes et dans le cadre d'opérations reliées à la production et à la mise en marché de biens et de produits tel qu'indiqué à l'article 18 paragraphe 1 (f) et (g) de la Loi sur la Banque du Canada*. En règle générale, le taux de rendement des acceptations bancaires est légèrement inférieur à celui du papier commercial, mais le coût global pour l'emprunteur sera probablement plus élevé si l'on tient compte des frais d'acceptation que les banques imposent. Présentement, les frais exigés varient de façon générale entre 1/2 et 1% l'an.

Pendant les premières années qui suivirent l'introduction des acceptations bancaires, celles-ci jouèrent un rôle restreint, mais à la fin des années soixante de nombreuses modifications, en partie de nature technique, furent apportées et permirent une expansion importante du marché au début des années soixante-dix. Une des raisons de la lente progression du marché est que les négociants en valeurs mobilières pouvaient réaliser un bénéfice en détenant des acceptations et en finançant leurs avoirs ainsi accumulés par des prêts au jour le jour moins dispendieux. Par conséquent, les soumissions des négociants maintenaient les taux de rendement des acceptations à un niveau relativement bas et celles-ci ne suscitaient que peu d'intérêt auprès des autres investisseurs. En 1969, la Banque du Canada entreprit de conclure de nouveaux accords qui réduisirent la quantité de prêts au jour le jour que les négociants du marché monétaire pouvaient effectuer de pair avec les opérations sur acceptations bancaires. Celles-ci devinrent plus compétitives par rapport au papier commercial et provoquèrent un élargissement du marché. Parallèlement, les conditions de crédit difficiles qui sévirent en 1969 et au début de 1970 incitèrent les emprunteurs à se tourner vers le marché des acceptations. Il n'est pas sans intérêt de noter qu'à l'époque de l'introduction des acceptations bancaires, seules les grosses sociétés bien connues avaient accès au marché du papier commercial, mais que, plus récemment, un nom-

*Au Canada, les acceptations bancaires ne sont pas nécessairement liées, comme dans certains pays, à des produits spécifiques ou encore à des opérations commerciales précises sur le marché international.

Table II Estimated corporate short-term paper outstanding
Tableau II Encours du papier à court terme des sociétés (estimations)

End of period Fin de période	Millions of dollars / En millions de dollars		Other commercial paper (2) Autre papier commercial (2)	Bankers' acceptances Acceptations bancaires	Total corporate short-term paper Ensemble du papier à court terme des sociétés		
	Finance company paper (1) Papier des sociétés de financement (1)	Paper issued by affiliates of foreign banks Papier émis par les sociétés affiliées à des banques étrangères			Canadian dollar Dollars canadiens	Foreign currency Monnaies étrangères	Total
1954			28				185
1960	157		166				655
1964	1,143		206	11	1,143	216	1,360
1965	915		97	150	1,002	159	1,162
1966	1,005		144	170	1,220	98	1,319
1967	1,007		233	146	1,273	114	1,386
1968	1,336		354	116	1,708	99	1,806
1969	1,567		660	174	2,258	142	2,401
1970	1,442		902	395	2,572	167	2,739
1971	1,434		1,166	403	2,854	148	3,003
1972	1,790	107	921	390	3,068	138	3,208
1973	2,452	309	946	342	3,854	196	4,049
1974	2,902	1,017	2,009	903	6,583	248	6,831
1975	2,972	970	2,163	1,047	6,629	524	7,152

(1) Includes paper issued by wholly-owned finance company subsidiaries of merchandisers and manufacturers; prior to 1972 also includes some paper issued by finance company affiliates of foreign banks.
(2) Largely paper issued by non-financial corporation but also includes paper issued by other financial corporations such as companies engaged in leasing and real estate investment trusts. Prior to 1972 also includes some paper issued by affiliates of foreign banks.

(1) Comprend les effets émis par les sociétés de financement filiales à cent pour cent des entreprises manufacturières et des grandes entreprises de distribution; les données antérieures à 1972 comprennent du papier émis par les sociétés de financement affiliées à des banques étrangères.
(2) Il s'agit en grande partie de papier émis par des sociétés non financières mais comprend aussi le papier émis par d'autres institutions financières telles que les compagnies qui procèdent à des opérations de crédit-bail et les sociétés fiduciaires de placement immobilier. Les données antérieures à 1972 comprennent également du papier émis par les sociétés affiliées à des banques étrangères.

The amount of other commercial paper outstanding also expanded during the 1960s but never exceeded \$400 million until 1969 (see Table II). The large increase that year and in the early months of 1970 was associated with a period of tight credit conditions and restrictions on the availability of credit from banks and other financial institutions. As easier credit conditions develop in 1970-71, growth in the commercial paper market slowed and in the early part of 1972 a pronounced decline occurred. To a large extent this decline reflected the distortions in financing patterns that developed at this time as the banks, faced with strong loan demand, began to bid aggressively for large blocks of deposit funds, contributing to a rise in short-term interest rates. Short-term deposits at banks became increasingly attractive, drawing funds from other sources and, since bank prime lending rates were held unchanged, it was correspondingly attractive for large borrowers to shift from the paper market to bank financing. In June, the banks agreed, with the concurrence of the Minister of Finance, to a ceiling on rates of interest offered on large short-term Canadian dollar deposits for terms up to 364 days.* By the end of the summer the distortion that had developed had

*The "Winnipeg Agreement" remained in effect until January 1975; ceilings on rates were adjusted from time to time. Although the ability of the banks to compete for large blocks of short-term deposits was constrained through most of this period by the Agreement, they often competed vigorously in swapped deposits.

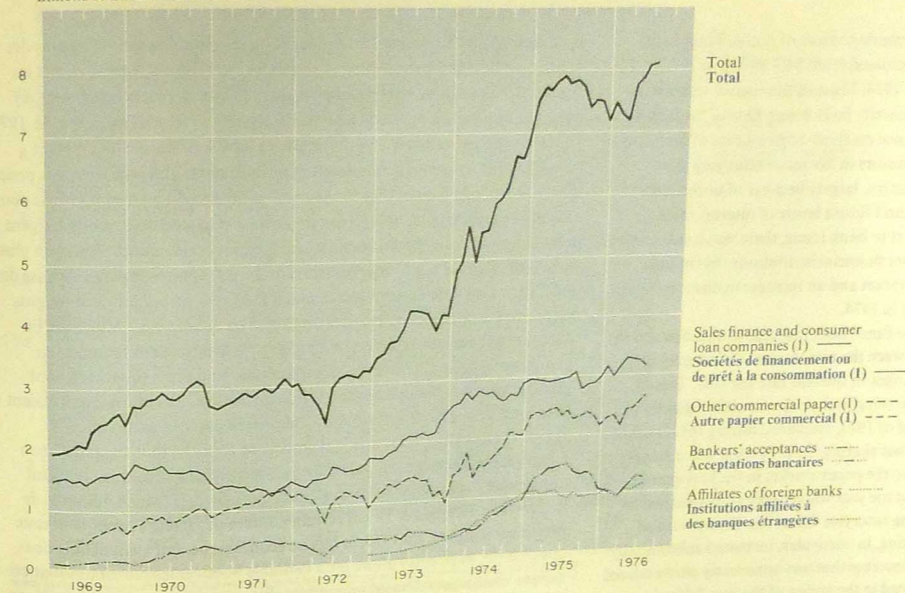
bre croissant de sociétés de moindre importance, mais dont le crédit est solide, ont entrepris d'émettre du papier commercial, le plus souvent après s'être d'abord fait connaître sur le marché par l'émission d'acceptations bancaires.

Évolution du marché

Depuis les années cinquante, l'encours du papier à court terme des sociétés a connu une hausse considérable pour atteindre plus de 7 milliards de dollars à la fin de 1975. Au cours de cette période, la croissance du marché a été plus ou moins rapide, ce qui est attribuable à la fois au niveau des besoins de financement ainsi qu'à divers facteurs institutionnels. Comme il a déjà été souligné, l'écart entre les taux d'intérêt a joué un rôle déterminant dans la progression rapide du marché pendant la première phase de son évolution. Les sociétés de financement en particulier ont largement recouru au marché du papier à court terme et, comme les fonds étaient surtout destinés à financer des biens durables de consommation, la forte demande pour ces produits dans la période d'après-guerre et l'augmentation rapide du crédit à la consommation se sont traduites par un accroissement prononcé des besoins de financement de ces sociétés. À la fin de 1964, l'encours du papier des sociétés de financement avait dépassé un milliard de dollars, ce qui rendait ce type de papier de loin le plus important sur le marché privé. Cependant, la faillite

Chart I Corporate short-term paper outstanding
Graphique I Encours du papier à court terme des sociétés

Billions of dollars / En milliards de dollars



(1) Prior to December 1972 includes some paper issued by affiliates of foreign banks.
(1) Les données antérieures à 1972 comprennent du papier émis par les institutions affiliées à des banques étrangères.

been largely removed and there was some shift back to the paper market. In 1973 and 1974, as credit demands increased substantially, the amount of corporate short-term paper outstanding grew rapidly, more than doubling in the two years from \$3.2 billion to over \$6.8 billion (see Chart I). A number of factors accounted for this rapid expansion. By 1973 the economic upswing that had begun in 1971 had developed into a major boom and inflationary pressures had greatly intensified. Although the pace of economic activity slackened after the first quarter of 1974, rates of inventory accumulation were very high throughout 1974. Financing requirements of non-financial businesses rose dramatically, substantially outpacing the growth of internally-generated funds, and

en 1965 de la société Atlantic Acceptance a suscité pendant quelque temps une baisse de confiance de la part des investisseurs, de sorte qu'entre mars et décembre 1965 l'encours du papier des sociétés de financement (celui d'Atlantic Acceptance exclus) a diminué de plus de 200 millions de dollars, les taux d'intérêt du papier ont augmenté et le recours au financement bancaire a connu une hausse substantielle. Bien qu'il y ait eu reprise de la croissance du papier des sociétés de financement en 1966, cette progression est demeurée assez modérée jusqu'au début des années soixante-dix. L'encours des autres types de papier commercial s'est accru lui aussi durant les années soixante mais, avant 1969, il n'a jamais dépassé les 400 millions de dollars (voir Tableau II). La forte augmentation enregistrée cette année-là de dollars (voir Tableau II). La forte augmentation enregistrée cette année-là de dollars dans les premiers mois de 1970 est survenue au cours d'une période où les

businesses turned increasingly to outside sources of funds. Total funds raised by non-financial business increased from \$4.7 billion in 1972 to \$7 billion in 1973 and \$10.3 billion in 1974. Most of this increased borrowing was in short-term forms, particularly bank loans. One of the factors that contributed to the heavy reliance on short-term sources of financing was a shift in the preference of investors in favour of relatively short-term as opposed to longer-term claims, largely because of uncertainty about the future value of money and future levels of interest rates. Besides the greatly increased resort to bank loans, there was a substantial expansion in borrowing from other financial institutions that in turn finance their loans in the paper market and an increase in direct recourse to the paper market, particularly in 1974.

Some large borrowers who raise funds both through bank loans and in the paper market will switch between the two sources of financing in response to relatively small changes in interest rate spreads. This occurred in 1973 and 1974. Borrowing in the paper market, after increasing strongly in the first half of 1973, slackened during the remainder of the year when market rates rose sharply. In 1974 there was a movement by large borrowers back to the paper market in the first quarter and again in the final months of the year when paper rates returned to levels below bank prime lending rates (see Chart II). The amount of bankers' acceptances outstanding, in particular, increased substantially in the second half of 1974, an increase that was apparently partly related to the uncertainty that developed in the spring of the year following the failure of a number of financial institutions abroad. As a result there was for a time an increased emphasis by investors on the quality of paper and this led to a greater growth in the amount of bankers' acceptances outstanding.

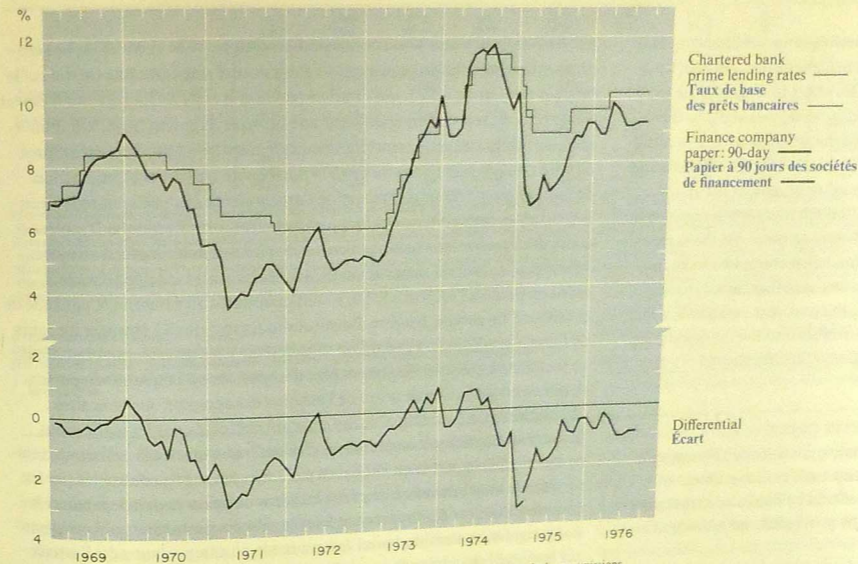
Another element that contributed in a major way to the rapid growth of the paper market during 1973 and 1974 was the very substantial increase in borrowing by financial institutions. Borrowing by sales finance and consumer loan companies to finance business and consumer receivables increased markedly but the most significant development was the entry into the paper market on a substantial scale of Canadian affiliates of foreign banks. These companies play an intermediary role, providing credit to businesses and financing the bulk of their activities through the issue of short-term paper in the Canadian market. Data on their borrowing are only available since the end of 1972 when the amount outstanding was just over \$100 million. By the end of 1974, it had in-

conditions de crédit étaient très rigides et où le crédit disponible auprès des banques et des autres institutions financières était limité. À mesure que les conditions de crédit se sont assouplies en 1970 et en 1971, la croissance du papier commercial a ralenti pour ensuite décliner vivement au début de 1972. Ce fléchissement reflétait en grande partie les distorsions qui s'étaient développées au niveau du financement au moment où les banques, aux prises avec une forte demande de prêts, avaient commencé à rivaliser d'efforts pour obtenir de gros dépôts, ce qui avait entraîné une hausse du loyer de l'argent à court terme. Les dépôts à terme dans les banques devinrent de plus en plus attrayants attirant des fonds d'autres marchés et, comme les taux de base des prêts bancaires demeuraient inchangés, il était plus attrayant pour les gros emprunteurs de passer du marché du papier au financement bancaire. En juin, les banques décidèrent, en accord avec le Ministre des finances, de plafonner les taux d'intérêt sur les gros dépôts en dollars canadiens dont l'échéance était inférieure à un an*. À la fin de l'été, les distorsions s'étaient largement atténuées et un retour au marché du papier s'amorçait.

En 1973 et en 1974, alors que la demande de crédit se renforçait de façon remarquable, l'encours du papier à court terme des sociétés s'accroissait rapidement pour passer au cours de cette période de 3.2 à 6.8 milliards de dollars (voir Graphique I). Un certain nombre de facteurs expliquent cette progression rapide. En 1973, la reprise économique, qui avait débuté deux ans plus tôt, avait pris l'allure d'un véritable boom et les pressions inflationnistes s'étaient grandement intensifiées. Bien que le rythme de l'activité économique ait ralenti après le premier trimestre de 1974, les investissements fixes des entreprises ont poursuivi leur forte hausse et l'accumulation des stocks a été très élevée pendant toute l'année. Les besoins de financement des entreprises non financières ont grimpé de façon vertigineuse, dépassant largement la croissance des ressources d'autofinancement, et les entreprises se sont tournées de plus en plus vers l'extérieur pour trouver des sources de financement. Le montant global des fonds recueillis par les entreprises non financières est passé de 4.7 milliards de dollars en 1972 à 7 milliards de dollars en 1973 pour atteindre 10.3 milliards en 1974. La majeure partie de cette masse croissante d'emprunts était constituée de prêts à court terme, particulièrement de prêts bancaires. Un des facteurs qui ont contribué au recours massif à des sources de financement à court terme est lié en grande partie à l'incertitude qui s'est développée quant à la valeur future de la monnaie ainsi

*La «Convention de Winnipeg» est demeurée en vigueur jusqu'en janvier 1975; les taux d'intérêt maximums étant ajustés de temps à autre. Bien que le secteur bancaire ait vu se réduire considérablement sa marge de manœuvre dans la recherche de gros dépôts à court terme pendant presque toute la durée de la convention, il a souvent rivalisé d'efforts au niveau des dépôts-swaps.

Chart II Selected interest rates on short-term borrowing
Graphique II Quelques taux d'intérêt sur les prêts à court terme



Note: The cost of borrowing in the paper market includes any stand-by fees charged by banks and any dealer commissions as well as the interest rate itself. On the other hand, some borrowers may not be able to obtain bank financing at the prime rate. For these reasons, the comparison shown in the chart does not precisely measure the alternative cost of funds for every borrower.

Nota: Le coût du recours au papier commercial comprend les commissions sur lignes de crédit réclamées par les banques, les commissions des négociants en valeur mobilière ainsi que l'intérêt proprement dit. D'un côté, certains émetteurs peuvent se trouver dans l'impossibilité d'emprunter des banques aux taux de base. Pour ces raisons, l'évolution comparative illustrée au graphique ne permet pas d'établir avec précision le coût de chacune de ces formes de crédit pour chaque catégorie d'emprunteurs.

creased to over \$1 billion. This high rate of growth reflects both the very substantial influx of such companies into Canada during this period and the rapid expansion of their activities in response to the strong demands for credit.

The pace of growth in the paper market slowed sharply in 1975 and the first half of 1976; indeed the amount of paper outstanding declined in the second half of 1975 and the early months of 1976. A number of factors appear to have accounted for this pronounced moderation. External financing requirements of non-financial businesses declined in 1975, largely reflecting a sharp cutback in inventory investment. In addi-

qu'aux niveaux que pourraient atteindre les taux d'intérêt. Cette incertitude a incité les investisseurs à préférer des créances à terme relativement court aux créances à plus long terme. En plus du recours grandement accru aux prêts bancaires, il y a eu une hausse substantielle des emprunts consentis par d'autres institutions financières, qui à leur tour financent leurs prêts sur le marché du papier à court terme, ainsi qu'un accroissement du recours direct à ce marché, particulièrement en 1974.

Quelques grands emprunteurs qui font appel à la fois au marché du papier et au secteur bancaire pour se procurer des fonds passent d'une source de financement à l'autre si des variations relativement légères de l'écart des taux

tion businesses relied less heavily on short-term sources of financing and turned to the long-term bond market, both in Canada and abroad, for a higher proportion of their requirements in an effort to lengthen the term structure of their debt. Credit demands strengthened markedly in the first half of 1976, particularly in the first quarter when a swing to a rapid rate of inventory accumulation added substantially to business financing requirements. However most of this increased requirement for short-term funds was met through bank loans, although there was an upturn in paper market borrowing in the spring and early summer. At the same time a relatively high proportion of total financing continued to be in longer-term forms, including bank term loans. Another factor in the slower growth of the paper market during the past year and a half is that after the unusually large influx of new borrowers into the market during the early 1970s, the pace of entry of new borrowers has slowed significantly.

The holders of corporate short-term paper

For short-term investors the main alternatives in Canada to corporate paper are other money market instruments such as Government of Canada securities, deposit instruments offered by banks and trust companies and the short-term paper issued by provincial and municipal governments and their agencies.

Data on the distribution of holdings of corporate short-term paper have been drawn together from various sources and are shown in Table III. As can be seen from this table, the rapid growth of the market in recent years has been accompanied by a very marked increase in investment dealers' inventories. The principal way in which dealers finance their inventories of short-term paper is by call loans from banks, other financial institutions, large corporations, and provincial and municipal government accounts. These loans are generally subject to call or rate negotiation up to 12 noon each day. A portion of dealer financing is also obtained through 'buy-backs', though the primary purpose of such sale and repurchase arrangements is to accommodate an investor by providing a maturity date suited to his requirements. At times a significant portion of dealer financing is obtained outside Canada.

The chartered banks have also added significantly to their holdings of commercial paper and bankers' acceptances in recent years, though their holdings tend to fluctuate quite widely.* As well as competing in the

*The holdings of the chartered banks shown in the table do not include their holdings of short-term paper obtained directly from the issuer or acquisitions of a bank's own acceptances.

d'intérêt se font sentir. C'est ce qui s'est produit en 1973 et en 1974. Les emprunts sur le marché du papier, après avoir accusé une forte hausse durant le premier semestre de 1973, ont diminué pendant le reste de l'année, au moment où les taux du marché enregistraient une brusque augmentation. Un mouvement de retour des gros emprunteurs vers le marché du papier s'est amorcé au cours du premier trimestre de 1974 ainsi qu'au cours des derniers mois de l'année quand les taux du loyer de l'argent sur ce marché sont redevenus inférieurs au taux de base des banques à charte (voir Graphique II). L'encours des acceptations bancaires en particulier a connu un accroissement substantiel au second semestre de 1974, cette hausse étant apparemment reliée en partie à l'incertitude qui s'était manifestée au printemps, par suite de la faillite d'un certain nombre d'institutions financières à l'étranger au cours de l'année précédente. Pendant un certain temps, les investisseurs ont donc eu tendance à accorder de plus en plus d'importance à la qualité du papier, ce qui a entraîné un essor accru de l'encours des acceptations bancaires.

L'augmentation remarquable des emprunts effectués par les institutions financières a également constitué un élément important de la croissance rapide du marché du papier en 1973 et en 1974. Les emprunts contractés par les sociétés de financement ou de prêt à la consommation en vue de financer les comptes débiteurs d'entreprises et les créances des particuliers ont enregistré une progression sensible, mais l'événement le plus important a été l'arrivée sur le marché du papier d'un nombre appréciable de sociétés canadiennes affiliées à des banques étrangères. Ces sociétés jouent un rôle d'intermédiaire en procurant du crédit aux entreprises et en finançant l'ensemble de leurs activités par l'émission de papier à court terme sur le marché canadien. Les données relatives à leurs emprunts ne sont disponibles que depuis la fin de 1972, alors que l'encours était légèrement supérieur à 100 millions de dollars. À la fin de 1974, il était passé à plus d'un milliard de dollars. Cette croissance vertigineuse reflète à la fois la pénétration remarquable de ces sociétés au Canada durant cette période et l'expansion très rapide de leurs activités en raison de la forte demande de crédit.

Le rythme de croissance du marché du papier a ralenti brusquement en 1975 et dans la première moitié de 1976; de fait, l'encours du papier a décliné pendant la seconde moitié de 1975 et dans les premiers mois de 1976. Un certain nombre de facteurs semblent avoir concouru à ce fléchissement marqué. Les besoins de financement externe des entreprises non financières ont diminué en 1975, par suite d'une baisse subite des investissements affectés à la formation des stocks. De plus, les entreprises, dans un effort pour répartir leur dette sur une plus longue échéance, ont réduit leur demande de financement à court terme et ont davantage cherché à satisfaire leurs besoins sur les marchés

Table III
Tableau III

Corporate short-term paper: Estimated distribution of holdings*
Papier à court terme des sociétés: Répartition par détenteurs (estimations)*

	Millions of dollars, end of period		En millions de dollars, en fin de période					
	1962 1962	1966 1966	1970 1970	1971 1971	1972 1972	1973 1973	1974 1974	1975 1975
Investment dealers	33	229	532	769	1,156	836	1,367	1,509
Insurances companies and trustee pension plans (1)	12	58	267	259	495	650	998	1,243
Trust and mortgage loan companies	126	196	428	501	369	277	348	291
Chartered banks	N	N	N	N	367	275	881	616
Other financial institutions (2)	54	77	212	69	59	148	202	116
Other residents (3)	463	422	704	795	320	1,442	2,385	2,363
Non-residents	243	337	596	610	442	421	650	1,014
Total	931	1,319	2,739	3,003	3,208	4,049	6,831	7,152

*Estimates of holdings are obtained from a variety of sources and particularly in the earlier years are only approximate. Data include finance company paper, other commercial paper and bankers' acceptances. Treasury bills and other short-term notes of provincial-municipal governments and their enterprises are not included; however, available data on the holdings of institutions in the earlier years often include their holdings of such paper. Data on the holdings of investment dealers are obtained from the Statistic Canada publication, Financial Institutions, and do not precisely correspond with the data on dealer inventories reported by the Investment Dealers Association and carried in Table 36 of the Review.

- (1) Excludes trustee pension plans prior to 1970.
- (2) Includes sale finance and consumer loan companies, mutual funds and closed-end funds.
- (3) Calculated residually; includes credit unions and caisses populaires, non-financial corporations, trust funds and individuals. Chartered banks are included prior to 1972 and trustee pension plans prior to 1970.

canadiens et étrangers de titres à long terme. La demande de crédit s'est grandement renforcée dans la première moitié de 1976, particulièrement au premier trimestre alors qu'une brusque accumulation des stocks a contribué à une augmentation appréciable des besoins de financement des entreprises. Cependant, la plupart de ces besoins accrus de financement à court terme ont été comblés par des prêts bancaires, bien qu'un retour à l'emprunt sur le marché du papier se soit effectué au printemps et au début de l'été. Au même moment, le financement à long terme, y compris les prêts bancaires à terme, constituait toujours une part relativement importante du financement global. Le ralentissement de la croissance du marché du papier au cours des dix-huit derniers mois a également été causé par le fait que les nouveaux emprunteurs, après avoir envahi en masse le marché au début des années soixante-dix, ont par la suite considérablement ralenti leur incursion.

Among other groups, the largest increases have been in the holdings of life insurance companies and trustee pension plans and in the holdings of 'other residents', which includes the paper held by non-financial corporations, trust funds, governments, and individuals. It appears probable that the very substantial additions to the holdings of these groups in 1973 and 1974 reflected a shift in preference in favour of short-term investments as well as the very rapid growth in the assets of these institutions.

Largely because of the close links with other financial markets, particularly U.S. markets, a significant amount of the short-term paper issued in Canada is held by non-residents. Although a small amount of the commercial paper issued is denominated in U.S. dollars, by far the greater proportion is in Canadian dollars. Such paper is normally sold to non-residents on a 'fully-hedged' basis to eliminate the risk of exchange rate fluctuations. In addition the interest or discount earned from the purchase of short-term paper, with the exception of notes issued or guaranteed by provincial and municipal governments, is generally subject to the 15 per cent non-resident withholding tax. Thus the attractiveness of Canadian short-term paper to foreign investors depends

* Ces estimations proviennent de différentes sources et, particulièrement en ce qui se rapporte aux premières années, elles ne sont qu'approximatives. Les données comprennent le papier des sociétés de financement, les autres catégories de papier commercial et les acceptations bancaires. Les bons du Trésor et les autres billets à court terme des provinces, des municipalités et des entreprises ne sont pas compris; cependant, pour ce qui est des premières années, ces effets sont le plus souvent compris dans les données disponibles concernant les portefeuilles des institutions. Les données relatives aux portefeuilles des négociants en valeurs mobilières proviennent de la publication de Statistique Canada intitulée *Institutions Financières* et ne correspondent pas exactement aux statistiques sur ces portefeuilles telles que fournies par l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières et reproduites au Tableau 36 de la Revue.

- (1) Non compris les caisses de retraite gérées en fiducie antérieures à 1970.
- (2) Englobe les sociétés de financement ou de prêt à la consommation, les sociétés d'investissement à capital variable ou à capital fixe.
- (3) Obtenus par soustraction; englobe les crédit unions et les caisses populaires, les sociétés non financières, les fonds de fiducie et les particuliers. Les banques à charte sont comprises dans les données antérieures à 1972 et les caisses de retraite gérées en fiducie dans les données antérieures à 1970.

Les détenteurs de papier à court terme des sociétés

Au Canada, les principales solutions de rechange au papier des sociétés pour les investisseurs à court terme sont les autres instruments du marché monétaire tels les titres du gouvernement canadien, les instruments de dépôt provenant des banques et des sociétés de fiducie ainsi que le papier à court terme émis par les gouvernements provinciaux et municipaux de même que par leurs entreprises.

Les données concernant la répartition par détenteurs du papier à court terme des sociétés sont tirées de diverses sources et apparaissent au Tableau III.

not only on the spread between short-term rates in Canada and other markets, after allowance for the withholding tax, but also on the cost of hedging. Non-residents' holdings of Canadian short-term paper, which had declined in 1972 and 1973, increased in 1974 and the first quarter of 1975 as the covered differential moved in favour of Canada. During the remainder of 1975, although the spread between short-term rates in Canada and the United States widened, the incentive for short-term capital to flow into the Canadian market was largely offset by the increased cost of forward U.S. dollars on hedged transactions.

Comme l'indique ce tableau, la croissance rapide du marché à court terme enregistrée ces dernières années s'est accompagnée d'un accroissement très sensible des portefeuilles des négociants en valeurs mobilières. Ces avoirs sont financés principalement au moyen de prêts à vue obtenus auprès des banques, des autres institutions financières, des grosses sociétés et des portefeuilles des gouvernements fédéral et provinciaux. Chaque jour jusqu'à midi, ces prêts peuvent faire l'objet de négociations portant sur le taux et la clause de rachat. Les négociants obtiennent aussi une partie de leurs fonds grâce à la prise en pension et ce, bien que le but premier de cette opération soit de permettre à un investisseur de bénéficier d'une échéance adaptée à ses besoins. À l'occasion, une part importante du financement des négociants est obtenue à l'étranger.

Les banques à charte ont elles aussi accru considérablement leurs portefeuilles de papier commercial et d'acceptations bancaires au cours des dernières années, bien que ces stocks tendent à varier assez fortement*. Les banques ont rivalisé entre elles sur le marché monétaire pour l'obtention de fonds à court terme au moyen de leurs divers instruments de dépôt; au même moment elles sont devenues plus actives sur le marché du papier en y investissant des fonds, en partie pour améliorer le taux de rendement global de leurs avoirs liquides, et aussi en utilisant ces avoirs à court terme comme instruments de compensation des mouvements de leur encaisse.

Les autres groupes qui ont vu leurs portefeuilles de papier à court terme s'accroître le plus ont été les compagnies d'assurance-vie, les caisses de retraite gérées en fiducie et les «autres résidents»: ces derniers comprennent les sociétés non financières, les fonds de fiducie, les gouvernements et les particuliers. Il semble probable que la progression très importante des portefeuilles de ces groupes notée en 1973 et en 1974 soit attribuable à une modification des préférences en faveur des placements à court terme de même qu'à un accroissement très rapide des avoirs de ces institutions.

À cause surtout des liens étroits qui unissent le marché du papier à court terme aux autres marchés financiers, notamment aux marchés américains, une quantité importante du papier à court terme émis au Canada est détenue par des non-résidents. Une petite quantité du papier commercial émis est libellée en dollars É.-U., mais la plus grande partie l'est en dollars canadiens. En règle générale, le papier vendu aux non-résidents contient une clause de couverture afin d'éliminer les risques de fluctuation du taux de change. En

* Les portefeuilles des banques à charte tels qu'indiqués au tableau ne comprennent pas leurs avoirs en papier à court terme obtenus directement de l'émetteur ou encore l'achat par une banque de ses propres acceptations.

outre, l'intérêt ou l'escompte obtenu grâce à l'achat de papier à court terme, sauf dans le cas des billets émis ou garantis par les administrations provinciales ou municipales, est généralement assujéti à une taxe de rétention de 15% applicable aux non-résidents. Par conséquent, en plus de dépendre de l'écart entre les taux à court terme au Canada et à l'étranger, compte tenu de la taxe de rétention, le papier à court terme canadien est plus ou moins rémunérateur pour les investisseurs étrangers selon le coût de la couverture de change. Les portefeuilles de papier à court terme canadien détenus par les non-résidents, après avoir accusé une baisse en 1972 et en 1973, se sont accrus en 1974 et au premier trimestre de 1975 alors que l'écart, change à terme compris, s'est déplacé en faveur du Canada. Pendant le reste de 1975, bien que l'écart séparant les taux d'intérêt à court terme en vigueur au Canada et aux États-Unis se soit creusé, l'attrait qu'exerçait le marché canadien sur les capitaux à court terme étrangers s'est trouvé en grande partie compensé par le coût accru des contrats de change à terme en dollars É.-U. sur les opérations avec couverture.

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 24 August 1976

The Governor of the Bank of Canada, Mr. Gerald K. Bouey, announced today that the Bank of Canada has lowered its target range for monetary expansion in Canada to an underlying annual growth rate of 8 to 12 per cent for the total of currency and chartered bank demand deposits (M1).

The new target range replaces that adopted by the Bank of Canada last year and described by the Governor to the House of Commons Standing Committee on Finance, Trade and Economic Affairs last November as not below an underlying annual rate of 10 per cent but not anything like 15 per cent.

The Governor has frequently said that over the years ahead the monetary growth objectives of the Bank of Canada would from time to time have to be revised downwards to be consistent with a gradual and continuing reduction in the rate of inflation. He stated that the new target range will permit monetary policy to continue to play its proper role in helping to restore price stability over the longer term while at the same time providing support for economic growth in the near term.

The Bank will use as a base for the new target range the average of seasonally-adjusted currency and demand deposits for the three months centred on March 1976. The base period used by the Bank of Canada for the previous supply rose strongly growth was the second calendar quarter of 1975. The money supply rose strongly during the summer months of 1975, then ballooned in the final quarter of the year as a consequence of the postal strike, and it was not until March of this year that M1 was brought down to well within the desired range. The rate of growth in M1 from the second quarter of 1975 to the new base period was 12 per cent, which is about the centre of the previous target range and is considered to be a better representation of the underlying trend of M1 than can be obtained by using the average of any subsequent three-month period.

The Governor emphasized that the announcement of the new range does not signal a change in the current setting of monetary policy since the recent trend of M1 growth has been reasonably satisfactory. He also emphasized that the M1 series is subject to wide temporary swings from week to week and month to month, and that the Bank of Canada will not react strongly to short-term fluctuations of M1 unless it concludes that the underlying trend of the series is not consistent with the achievement of the target range.

The Governor noted that the definition of M1 (currency and chartered bank demand deposits) is not the same as the definition used for M1 in the United States and that the monetary growth targets in the two countries are thus not directly comparable. To bring the Canadian definition closer to the American it would be necessary to include chequable chartered bank savings deposits. The growth of this somewhat broader series that would be consistent with the 8 per cent to 12 per cent target range for currency and demand deposits would be some 2 to 3 percentage points lower.

Mr. Bouey added a reminder that in formulating its views about monetary policy the Bank does not rely exclusively on the trend of M1 growth, but also takes into account a variety of economic and financial indicators including a number of broader monetary aggregates.

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 24 août 1976

Le Gouverneur de la Banque du Canada, M. Gerald K. Bouey, a annoncé aujourd'hui que la Banque du Canada a abaissé les minimum et maximum visés comme taux de croissance de l'expansion monétaire au Canada. Les limites du taux tendanciel de la croissance de l'ensemble de la monnaie et des dépôts bancaires à vue (M1) ont été fixées à 8 et 12% l'an.

Cette nouvelle fourchette remplace celle que la Banque du Canada avait adoptée l'année dernière et dont le Gouverneur avait précisé, au cours de l'explication qu'il en avait donnée en novembre au Comité permanent de la Chambre des communes sur les finances, le commerce et les questions économiques, qu'elle ne devait pas se situer au dessous de 10% ni atteindre 15% l'an.

Le Gouverneur a déclaré à plusieurs reprises qu'au cours des années à venir les objectifs de la Banque du Canada en matière de croissance monétaire devraient être abaissés de temps à autre pour être compatibles avec une réduction progressive et continue du taux d'inflation. Il a ajouté que le nouvel objectif permettrait à la politique monétaire de continuer de jouer son rôle en vue de contribuer à rétablir la stabilité des prix dans une perspective à plus long terme, tout en soutenant la croissance économique dans l'immédiat.

La Banque utilisera comme base de calcul du nouvel objectif la moyenne de l'encours désaisonnalisé de la monnaie et des dépôts à vue pour la période de trois mois centrée sur mars 1976. Le point de départ utilisé par la Banque du Canada lorsqu'elle a fixé son objectif antérieur de croissance de M1 avait été le deuxième trimestre de l'année 1975. La masse monétaire enregistra une forte expansion pendant l'été 1975, puis se gonfla au dernier trimestre de l'année par suite de la grève des employés des postes, et il fallut attendre jusqu'au mois de mars de l'année en cours pour voir M1 fléchir et rentrer dans les limites visées. Du deuxième trimestre de 1975 à la nouvelle période de base, le taux de croissance de M1 a été de 12%, soit à peu près au centre de la fourchette visée. Ce taux est d'ailleurs considéré comme étant plus représentatif de la tendance fondamentale de M1 que tout ce qu'on pourrait obtenir à partir de la moyenne de toute autre période subséquente de trois mois.

Le Gouverneur a tenu à préciser que l'annonce d'une nouvelle fourchette ne signifiait pas une modification de l'orientation de la politique monétaire actuelle puisque la croissance de M1 a évolué de façon raisonnablement satisfaisante ces derniers temps. Il a également souligné que la statistique relative à M1 est sujette à de grandes variations temporaires d'une semaine à l'autre et d'un mois à l'autre et que, face à de telles variations à court terme de M1, la Banque du Canada n'a pas l'intention de réagir avec vigueur à moins qu'elle n'en vienne à la conclusion que la tendance fondamentale de cet agrégat n'est pas compatible avec la réalisation de son objectif monétaire.

Le Gouverneur a fait remarquer que la définition de M1 (monnaie hors banques et dépôts à vue dans les banques à charte) est différente de la définition de M1 utilisée aux États-Unis et que les objectifs de croissance monétaire ne sont donc pas directement comparables dans les deux pays. Pour rapprocher la définition canadienne de la définition américaine, il faudrait ajouter au M1 canadien les dépôts d'épargne bancaires assortis du droit de tirage par chèques. Le taux de croissance de l'agrégat ainsi obtenu devrait être de 2 à 3 points par chèques. Le taux de croissance conforme aux taux limites de 8% et de 12% assignés à la croissance de la monnaie et des dépôts à vue (M1).

Monsieur Bouey a enfin rappelé que, pour se fixer quant à l'orientation à donner à la politique monétaire, la Banque ne tient pas uniquement compte du taux tendanciel de croissance de M1; elle fait aussi entrer en ligne de compte nombre d'autres indicateurs économiques et financiers, dont certains agrégats comportant des éléments monétaires additionnels.

Cover:

Newfoundland Bronze Cent 1938

Newfoundland had its own currency since 1865 and over the years the people became very attached to their large one cent pieces, an inch in diameter, and to their "fish scales" as the small silver five cent pieces were locally known. Canada introduced its small cent in 1920 and its large nickel five cent piece in 1922 but because of popular resistance to the change, it was not until 1937 that the Government of Newfoundland officially considered adopting coin sizes similar to Canada's. After careful deliberation, Newfoundland decided to retain the silver five cent piece but to change to a small cent. A considerable cost saving could be effected by producing this denomination in the smaller size. The attractive reverse for the new coin, illustrated on the cover, has as its main design element the pitcher plant, *Sarracenia purpurea*. This plant, Newfoundland's floral emblem, is native to the island and is insectivorous. The insects are attracted by a sticky liquid that is at the bottom of each of the receptacle-like leaves. After the prey is trapped in the liquid, it is digested and absorbed by the plant. The first cents of the new design were struck at the Royal Mint in London in 1938. Later strikings, up to 1947, were made at the Royal Canadian Mint in Ottawa. The cover illustration is of a coin in the National Currency Collection of the Bank of Canada.

Photography by J.A. Haxby, Bank of Canada.

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.
CN ISSN 0045-1460

Couverture:

Cent en bronze de Terre-Neuve: 1938

Terre-Neuve avait eu sa propre monnaie depuis 1865 et au fil des ans ses habitants s'étaient attachés à leurs grandes pièces de 1 cent, d'un pouce de diamètre, ainsi qu'à leurs «écailles de poisson», expression locale utilisée pour désigner les petites pièces de 5 cents en argent. Le Canada mit en circulation sa petite pièce de 1 cent en 1920, et sa grande pièce de 5 cents en nickel en 1922. Toutefois, en raison des réticences que cette innovation suscita au sein de la population, c'est seulement en 1937 que le gouvernement de Terre-Neuve envisagea officiellement de frapper des pièces de même dimension que celles du Canada. Après mûre délibération, Terre-Neuve décida de conserver la pièce de 5 cents en argent mais d'émettre une pièce de 1 cent de petit format. Il s'avérait ainsi possible de réaliser de considérables économies en frappant des pièces de 1 cent de plus petite dimension. Le revers très joli de la nouvelle pièce reproduite sur la couverture est orné principalement de l'emblème floral de Terre-Neuve, la sarracénie pourpre (*sarracenia purpurea*), communément appelée «petits cochons». Cette plante insectivore pousse à l'état sauvage dans l'île. Les insectes sont attirés par un liquide visqueux qui s'accumule dans le petit réceptacle formé par chacune des feuilles. Une fois englués dans le liquide, les insectes sont dissous et digérés par la plante. Les premières pièces de la nouvelle série furent frappées à la Monnaie Royale de Londres en 1938. Par la suite et jusqu'en 1947, les pièces furent frappées à la Monnaie royale canadienne à Ottawa. L'échantillon reproduit en couverture fait partie de la Collection nationale de monnaies de la Banque du Canada.

Photographie: J.A. Haxby, Banque du Canada.

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.
CN ISSN 0045-1460

Recent financial developments

The Canadian economy generated large credit flows during the first half of 1976 as nominal spending rose rapidly even though the recovery in real activity was moderate. The financing requirements of the public sector continued to be large and there were substantial flows of funds to the private sector, particularly to non-financial businesses. Interest rates remained at relatively high levels in Canada, particularly in relation to the United States where credit demands have been much weaker and where the rate of inflation has been lower. Partly reflecting the large interest rate differential, a sizeable portion of the borrowing by Canadians was channelled to the United States and other foreign markets. Nevertheless, a substantial volume of funds was raised in Canadian markets and there was a marked increase in the pace of lending by financial institutions.

During the early months of the year, monetary aggregates continued to grow very rapidly. Although the effects of the mail strike had been largely unwound by the end of January, growth of currency and chartered bank demand deposits (M1), continued to be well above the upper limit of the target range for monetary expansion. (This range had been described last November as not below an annual rate of 10 per cent but not anything like 15 per cent.) The Bank of Canada acted to correct this situation by keeping the supply of cash reserves to the banking system under a tighter rein. There was some upward adjustment in short-term money market interest rates, and effective 8 March the Bank Rate was increased by ½ percentage point to 9½ per cent. Subsequently, the growth of the money supply moderated and remained in the lower end of the target range. In the latter part of August the Bank of Canada lowered its target range for monetary expansion to an underlying annual growth rate of 8 to 12 per cent, measured from the three months centred on March 1976. From the new base to September, M1 has increased at an annual rate of about 8 per cent.

Following the Bank Rate change in March, chartered bank prime lending rates were increased by a similar amount to 10¼ per cent and upward adjustments were made in other borrowing and lending rates set

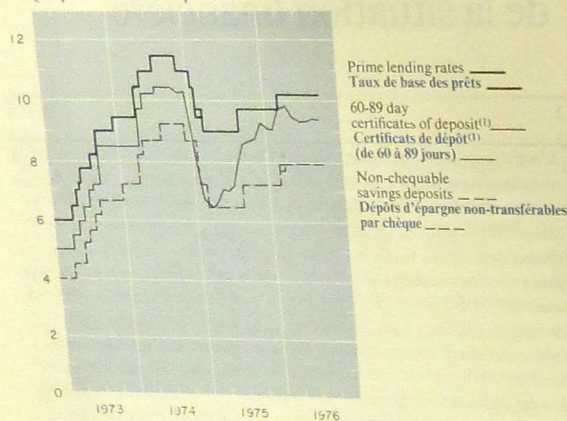
L'évolution récente de la situation financière

L'activité économique a engendré au Canada des flux considérables de crédit au cours du premier semestre de 1976, car la dépense globale, en termes nominaux, s'est accrue rapidement en dépit d'une reprise modérée de l'activité en termes réels. Les besoins de financement du secteur public sont demeurés importants, tandis que le secteur privé, particulièrement les entreprises non financières, bénéficiait de concours substantiels. Les taux d'intérêt sont restés relativement élevés au Canada, surtout si on les compare aux taux enregistrés aux États-Unis; où la demande de crédit a été beaucoup plus faible et le taux d'inflation plus bas. En raison notamment de l'écart considérable entre les taux d'intérêt canadiens et américains, une grande proportion des emprunts contractés par les Canadiens a été obtenue aux États-Unis et sur d'autres marchés étrangers. Néanmoins, une masse importante de capitaux a été empruntée sur les marchés canadiens et les prêts consentis par les institutions financières se sont accrus de façon marquée.

Pendant les premiers mois de l'année, les agrégats monétaires ont continué d'afficher un rythme de croissance très rapide. À la fin de janvier, les effets de la grève des postes avaient pratiquement disparu, mais la progression de la monnaie et des dépôts à vue dans les banques à charte (M1) était demeurée nettement au-dessus du plafond assigné au taux de croissance de la masse monétaire. (En novembre 1975, la Banque du Canada s'était fixé comme objectif de maintenir le rythme d'expansion monétaire à l'intérieur d'une fourchette dont le minimum en taux annuel était de 10% et dont le maximum devrait être en deçà de 15%.) Aussi la Banque s'efforça-t-elle de corriger cette situation en restreignant les réserves-encaisse mises à la disposition du système bancaire. Les taux d'intérêt du marché monétaire s'ajustèrent quelque peu à la hausse et le taux d'escompte fut relevé de ½ point de pourcentage pour se situer à partir du 8 mars 1976 à 9½%. Par la suite, la croissance de la masse monétaire ralentit et s'établit à un rythme proche du minimum de la fourchette visée. Au cours de la deuxième quinzaine du mois d'août la Banque du Canada abaissait à 8 et à 10% respectivement le minimum et le maximum visés pour le taux tendanciel d'expansion monétaire, la période de base utilisée pour le calcul du rythme d'expansion devenant la période de trois mois centrée sur mars 1976. Du début de cette nouvelle période de

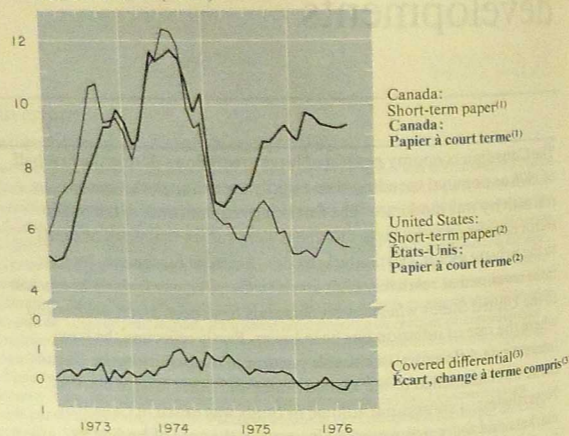
Monthly Données mensuelles

Chartered bank typical rates
Quelques taux bancaires représentatifs



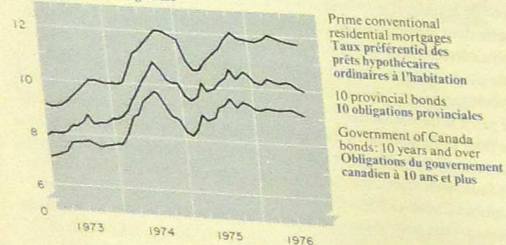
⁽¹⁾ Prior to November 1974, rates prevailing under the Winnipeg agreement.
⁽²⁾ Avant novembre 1974, il s'agit des taux réglés par l'accord de Winnipeg.

Short-term (3 month) rates
Taux à court terme (3 mois)

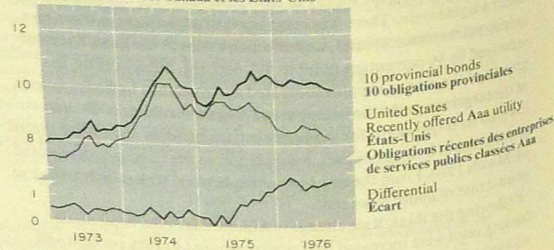


⁽¹⁾ Finance company paper.
⁽²⁾ Dealer-placed commercial paper.
⁽³⁾ The spread between Canadian and U.S. rates after allowance for the forward premium or discount on the U.S. dollar in Canada.
⁽⁴⁾ Papier des sociétés de financement.
⁽⁵⁾ Papier commercial placé par des négociants en valeurs mobilières.
⁽⁶⁾ Écart entre les taux en vigueur au Canada d'une part et aux États-Unis d'autre part, compte tenu du report ou du déport sur le dollar E.-U. au Canada.

Long-term rates
Taux d'intérêt à long terme



Canada-U.S. comparisons
Comparaison entre le Canada et les États-Unis



by institutions (see Chart I). Short-term market rates also rose sharply and Bank of Canada operations were for a time directed towards moderating that response. Since April short-term interest rates have been subject to downward pressures, partly from lower U.S. rates, but on balance have declined only slightly.

Long-term interest rates, which had been easing slightly during the latter part of 1975 and into 1976, also moved up somewhat following the Bank Rate change but the increase was reversed soon after; by the end of August long-term rates were generally somewhat lower than at the end of 1975. Nevertheless, with some continuing downward movement in U.S. long-term interest rates, the decline in Canadian rates was not sufficient to prevent a further increase in the differential that had begun to widen the third quarter of last year. At a time of very strong demand for long-term funds from both the corporate sector and provincial-municipal governments, the persistence of a substantial interest rate differential and the receptivity of foreign markets provided a major incentive to seek funds abroad.

Financing by major borrowers

Following a modest decline during the first half of 1975, funds raised by major non-financial borrowers showed a very pronounced cyclical upturn during the second half of the year and in the first six months of 1976 totalled over \$17½ billion, an increase of some \$4½ billion from a year earlier (see Table I). Although the recovery of real economic activity has been moderate during this period, spending in money terms has risen rapidly reflecting the substantial, though diminishing, inflationary element in the economy.

A significant aspect of borrowing since the start of the recovery has been the continuing high level of public sector financing. Typically during cyclical upswings, the strengthening of activity is reflected in both a moderation of government borrowing and a marked resurgence of credit demands from all of the major private sector borrowers. On this occasion, more than half of the increase in borrowing during the first year of the recovery came from a higher level of government financing, partly because the slow recovery of economic activity contributed to continuing large public sector deficits and partly because of special influences. Funds raised by non-financial businesses also increased markedly during the first half of this year; however, this strength was partially offset by a slower growth of mortgage investment and consumer borrowing.

référence à la fin de septembre, le taux annuel de croissance de l'agrégat M1 se chiffrait à environ 8%.

À la suite du relèvement du taux d'escompte survenu en mars, le taux préférentiel des prêts bancaires augmenta également d'un demi-point pour passer à 10¼%, tandis que les autres taux d'intérêt créditeurs et débiteurs fixés par les institutions concernées étaient également ajustés à la hausse (voir Graphique I). Les taux du marché à court terme enregistrèrent également une hausse prononcée et pendant un certain temps les opérations de la Banque du Canada visèrent à tempérer cet ajustement. Depuis le mois d'avril les taux d'intérêt à court terme ont été l'objet de pressions à la baisse, dues en partie au fait que le loyer de l'argent est moins élevé aux États-Unis que dans notre pays, mais ils n'ont enregistré dans l'ensemble que de légères baisses.

Quant aux taux d'intérêt à long terme, après avoir quelque peu fléchi durant les derniers mois de 1975 et au début de 1976, ils se sont eux aussi redressés légèrement après la modification du taux d'escompte, mais ils ne tardèrent pas à baisser de nouveau; à la fin du mois d'août, les taux du long terme étaient en général un peu moins élevés qu'à la fin de 1975. Toutefois, à cause de la diminution continue des taux d'intérêt à long terme aux États-Unis, la baisse enregistrée au Canada n'a pas été suffisante pour empêcher que ne s'accroisse encore davantage l'écart qui avait commencé à se creuser au troisième trimestre de l'an dernier. À une époque où la demande de fonds à long terme par les sociétés et les gouvernements provinciaux et municipaux était très forte, la persistance d'un écart substantiel entre les taux d'intérêt et la réceptivité des marchés étrangers ont grandement stimulé les emprunts à l'étranger.

Financement obtenu par les principales catégories d'agents économiques

Après avoir affiché un léger fléchissement au premier semestre de 1975, le financement obtenu par les principaux agents économiques du secteur non financier a marqué une reprise cyclique très prononcée au semestre suivant; au cours du premier semestre de 1976, il s'élevait à plus de 17½ milliards de dollars, ce qui représente un accroissement de 4½ milliards de dollars par rapport à l'année précédente (voir Tableau I). Bien que la reprise de l'activité économique, en termes réels, ait été modérée pendant cette période, les dépenses en termes nominaux ont augmenté à un rythme rapide, car le rythme d'inflation est demeuré élevé, quoiqu'en régression.

Depuis le début de la reprise économique, le montant élevé des emprunts du secteur public n'a pas cessé de constituer un élément important de la conjoncture du crédit. D'habitude, le raffermissement de l'activité se traduit,

Table I
Tableau I

Funds raised by major non-financial borrowers
Financement obtenu par les principales catégories d'agents économiques non financiers

FUNDS RAISED	Billions of dollars En milliards de dollars					
	1973	1974	1975	1975		1976
	1973	1974	1975	I	II	I
Private non-financial business Mortgage borrowers ⁽¹⁾ Consumers	7.1e 6.3 2.8	10.4e 6.3 2.9	8.1 7.0e 3.3	5.1 2.9e 1.2	3.0 4.1e 2.0	6.3 3.4e 1.7
Total private borrowing	16.2e	19.6e	18.4e	9.2e	9.1e	11.4e
Provinces and municipalities ⁽²⁾ Sub-total	3.3 19.5e	4.5 24.0e	8.7 27.1e	4.1 13.4e	4.5 13.7e	5.4 16.8e
Government of Canada ⁽³⁾ Total	-1 19.4e	4.2 28.2e	3.9 31.0e	-2 13.1e	4.2 17.9e	.9 17.7e
TYPES OF FINANCING	FINANCEMENT OBTENU					
Loans and mortgages Chartered banks Non-banks	7.1 7.2e	8.0 7.6e	7.7 6.7e	3.8 2.6e	3.9 4.1e	5.6 3.9e
Canadian dollar marketable securities Treasury bills and short-term paper Bonds Stocks	.5 2.0 .4	2.4 3.3 .4	1.1 5.7 .8	1.2 3.0 .4	-1 2.7 .4	1.1 2.9 .3
Foreign currency securities ⁽⁴⁾ Canada Savings Bonds Other ⁽⁵⁾ Total	.6 -4 2.0 19.4e	1.8 2.4 2.3 28.2e	3.9 2.7 2.3 31.0e	1.5 -4 1.0 13.1e	2.4 3.1 1.4 17.9e	4.0 -6 .6 17.7e
	FORMES DE FINANCEMENT					
	Prêts hypothécaires et autres Banques à charte Institutions autres que les banques					
	Titres négociables libellés en dollars canadiens Bons du Trésor et papier à court terme Obligations Actions					
	Obligations en monnaies étrangères ⁽⁴⁾ Obligations d'épargne du Canada Autres ⁽⁵⁾ Total					

⁽¹⁾ These are principally mortgages secured by residential property. The figures exclude 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.

⁽³⁾ Net changes in Canadian dollar Government of Canada securities outside Government accounts; does not include temporary financing resulting from swap transactions between the Bank of Canada and the Exchange Fund Account. The figures shown are not a measure of Government of Canada cash requirements.

⁽⁴⁾ Includes Canadian dollar bonds placed in overseas markets.

⁽⁵⁾ Provincial and municipal securities purchased with Canada Pension Plan funds, consumer credit extended by other than financial institutions and direct investment from abroad.

⁽¹⁾ Il s'agit principalement de prêts hypothécaires à l'habitation. Non compris le montant net des prêts hypothécaires consentis par les gouvernements ou leurs agences, particulièrement 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.

⁽³⁾ Variation nette de l'encours des fonds d'Etat en dollars canadiens non compris dans les portefeuilles du gouvernement. Les chiffres ne comprennent pas le financement temporaire résultant d'opérations swaps entre le Banque du Canada et le Fonds des changes et ne constituent pas des indicateurs des besoins de trésorerie du gouvernement canadien.

⁽⁴⁾ Y compris les obligations libellées en dollars canadiens placées sur les marchés d'outre-mer.

⁽⁵⁾ Comprend les titres de provinces ou de municipalités achetées avec des fonds du Régime de pensions du Canada, le crédit à la consommation provenant de sources autres que les institutions financières et les investissements directs des non-résidents au Canada.

Governments

During the first six months of 1976, the cash requirements of the Government of Canada amounted to \$2.8 billion, about \$1 billion higher than in the same period a year ago (see Appendix Table II). On balance, however, this was entirely due to a swing in the financing of official foreign exchange transactions from net receipts of \$605 million during the first half of 1975 to a net requirement of \$537 million this year. The federal Government's position on a national accounts basis, after swinging from a surplus in 1974 to a large deficit in 1975, stayed virtually unchanged in the first half of this year. There has been a substantial slowing in the growth of spending and, with loans to federally-owned corporations and agencies also moderating, net Canadian dollar financing requirements arising from domestic transactions declined from the year earlier level.

The combined cash requirements of provincial-municipal governments and their enterprises also increased markedly during the first six months of 1976 to a record level of \$5.6 billion. This partly reflected a further widening of the deficits of these governments on a national accounts basis. However, the strong increase in borrowing by this sector has been mostly related to the financing of large capital investment programmes for the development of energy resources by provincially-owned corporations and for water treatment plants and urban transit systems by municipal corporations.

Private borrowers

Borrowing by private non-financial businesses, which had declined quite sharply during 1975, recovered strongly after the end of the year. Such a pattern is not unusual in the initial stages of a business cycle expansion and arises mainly from timing differences in the recovery of business earnings and investment spending. Nevertheless, in comparison with earlier recovery periods, the recent surge in business borrowing has been somewhat exceptional. To some extent it is a reflection of the surprisingly large swing to inventory accumulation that occurred during the first quarter, following a relatively lengthy period when the growth of business spending was being held down by the liquidation of excess inventories. In addition, the slow growth of the economy coupled with some restraining influence on profit margins from the guidelines under the anti-inflation programme tended to moderate the cyclical recovery in

au cours des périodes de reprise, à la fois par un ralentissement des emprunts du secteur public et par une nouvelle vigueur de la demande de crédit par toutes les grandes catégories d'agents économiques du secteur privé. Cette fois-ci, l'accroissement du financement obtenu pendant la première année de la reprise est imputable pour plus de moitié au recours accru du secteur public à l'emprunt; ceci s'explique en partie d'une part par le fait que la lenteur de la reprise de l'activité économique a contribué à la persistance des larges déficits dans les comptes du secteur public et d'autre part par des facteurs spéciaux. Le financement obtenu par les entreprises non financières a également augmenté de façon marquée au premier semestre de cette année, toutefois, cet accroissement a été partiellement compensé par un ralentissement de la croissance des crédits hypothécaires et des prêts à la consommation.

Secteur public

Au cours des six premiers mois de 1976, les besoins de trésorerie du gouvernement canadien se sont chiffrés à 2,8 milliards de dollars, ce qui constitue une augmentation d'environ 1 milliard par rapport au premier semestre de 1975 (voir Tableau II de l'Annexe). Dans l'ensemble cependant, cette situation provient exclusivement du fait que les opérations officielles de change, qui au 1^{er} semestre de 1975 avaient rapporté des recettes nettes de 605 millions de dollars, se sont soldées cette année par un déficit net de 537 millions de dollars. La situation du gouvernement fédéral, en termes de comptabilité nationale, qui était passée d'un excédent en 1974 à un déficit important en 1975, est demeurée pratiquement inchangée au premier semestre de cette année. Le ralentissement considérable de la croissance des dépenses, conjugué à la modération des prêts du gouvernement fédéral à ses sociétés et agences, du gouvernement fédéral, s'est traduit, comparativement à l'année précédente, par une diminution des besoins nets de financement en dollars canadiens au chapitre des opérations internes.

L'ensemble des besoins de trésorerie des administrations provinciales et municipales et de leurs entreprises s'est aussi accru de façon sensible au cours des six premiers mois de 1976 pour atteindre le chiffre record de 5,6 milliards de dollars. L'accroissement de ces besoins a été en partie une conséquence de l'augmentation de déficits enregistrés, en termes de comptabilité nationale, par ces deux niveaux de gouvernement. Toutefois, la progression notable des emprunts de ces administrations est surtout liée au financement d'importants programmes d'investissement entrepris d'une part par des sociétés

internally-generated funds. Another factor that contributed to increased financing requirements of the business sector was the exceptionally large tax liability accumulated from operations in 1975, nearly all of which had to be paid during the first quarter of 1976.

In the past, the business sector has generally tended to meet sharply higher financing requirements through both an increase in borrowing and some reduction in the accumulation, or even some liquidation, of financial assets. In the recent period, it appears that some drawing down of financial assets has occurred but the scope for substantial liquidation was limited by the relatively low level of corporate liquidity at the end of last year. In the event, the sharp rise in cash requirements in the first half of 1976 was largely met through substantially higher levels of business borrowing.

Mortgage investment by major private lenders showed a distinct slowing during the first half of this year compared with the second half of 1975 (see Table II). This occurred despite a continued buoyant pace of residential construction activity, with housing starts running at an annual rate of 280,000 units in the first half of 1976, or only moderately below the peak rate reached in the latter part of 1975. However there was some weakening in the market for existing housing and as a result a further increase in the ratio of new residential mortgage loan approvals to total approvals. The increase in this ratio was particularly noticeable at the chartered banks and, as actual disbursements for new housing tend to lag significantly behind commitments, this appears to have been a factor in holding back the growth of chartered banks' mortgage portfolios. In addition, builders apparently made more extensive use of interim financing, possibly in anticipation of a decline in mortgage rates. During the summer the pace of new housing starts slowed significantly, and with demand for mortgages weakening, some downward adjustment of mortgage rates occurred at the end of summer.

Total consumer credit outstanding, after increasing strongly in the second half of 1975, rose at a more moderate pace. This slowing was associated with a slackening in the growth of consumer expenditure on durables and semi-durables which occurred in spite of a sustained growth in disposable income. After declining somewhat in the second half of 1975 the rate of personal saving, as measured in the National Accounts, returned to a high level and this was accompanied by strong growth in personal savings and term deposits at the chartered banks.

provinciales dans le domaine de l'exploitation des ressources énergétiques et d'autre part par des sociétés municipales pour la construction d'usines de traitement des eaux et pour l'amélioration des systèmes de transport en commun.

Secteur privé

Les emprunts des entreprises non financières, qui avaient nettement baissé en 1975, ont repris vigoureusement au tout début de l'année en cours. Dans les phases initiales d'expansion du cycle économique, un tel profil n'a rien d'anormal, car il découle principalement du décalage entre la reprise des revenus des entreprises et celle des dépenses d'investissement. Néanmoins, comparativement aux périodes de redressement antérieures, la récente vague d'emprunts des entreprises a été quelque peu exceptionnelle. Dans une certaine mesure, elle reflète le fort mouvement d'accumulation des stocks qui s'est produit au premier trimestre et qui suivit une période relativement longue pendant laquelle l'écoulement des stocks excédentaires avait freiné l'accroissement des dépenses des entreprises. De plus, la lenteur de la croissance de l'économie, conjuguée à certaines incidences restrictives qu'ont eues les directives du programme anti-inflationniste sur les marges de profit, a eu tendance à modérer la reprise cyclique des ressources d'auto-financement. Un autre facteur à avoir contribué à l'accroissement des besoins de financement des entreprises a été le paiement, effectué au premier trimestre de 1976, de la quasi totalité des engagements exceptionnellement élevés accumulés en 1975 au titre de l'impôt.

Dans le passé, le secteur des entreprises a généralement cherché à satisfaire les accroissements brusques des besoins de financement en empruntant davantage mais aussi en ralentissant le rythme d'accumulation des avoirs financiers, ou même en dégarnissant quelque peu ce portefeuille. Au premier semestre de 1976, il semble que les portefeuilles d'avoirs financiers se soient quelque peu réduits, mais l'ampleur du phénomène a été limitée par le fait que la liquidité des sociétés était relativement peu abondante à la fin de l'année dernière. En l'occurrence, l'augmentation marquée des besoins de trésorerie au premier semestre de l'année a surtout été satisfaite par un recours accru à l'emprunt.

Les placements hypothécaires effectués par les principaux bailleurs de fonds du secteur privé ont accusé un net ralentissement au premier semestre de cette année par rapport au second semestre de 1975 (voir Tableau II). Ce ralentissement s'est produit en dépit de la vigueur dont la construction rési-

Table II
Tableau II

Mortgage holdings of major private financial institutions* Portefeuilles hypothécaires des principales institutions financières du secteur privé*

9

	Billions of dollars June 1976 En milliards de dollars Juin 1976	Percentage change Variation en %			Annual rates, seasonally adjusted Taux annuels, données désaisonnalisées		
		December to December De décembre à décembre			1975 1976		
		1973 1973	1974 1974	1975 1975	I I	II II	I I
Chartered banks ⁽¹⁾	8.1	34	32	27	28	28	14
Trust and mortgage loan companies ⁽²⁾	18.7	30	20	19	18	20	22
Life insurance companies	9.2	8	9	8	7 ^e	9 ^e	7 ^e
Other financial institutions ⁽³⁾	11.8	36	25	23 ^e	17 ^e	29 ^e	22 ^e
Total	47.8	25	20	19 ^e	17 ^e	21 ^e	17 ^e

*Principally mortgages secured by residential property. Figures for June 1976 with the exception of chartered banks and trust and mortgage loan companies are estimated.

⁽¹⁾ Residential mortgages only.

⁽²⁾ Includes mortgage companies associated with chartered banks.

⁽³⁾ Includes credit unions and caisses populaires, pension funds, sales finance companies, the Quebec savings bank, property and casualty insurance companies, real estate investment trusts and mutual funds; not seasonally adjusted.

*Il s'agit principalement ici de prêts hypothécaires à l'habitation. Sauf en ce qui concerne les banques à charte et les sociétés de fiducie ou de prêt hypothécaire, les chiffres de juin 1976 sont des estimations.

⁽¹⁾ Ne comprend que les prêts hypothécaires à l'habitation.

⁽²⁾ Comprend les sociétés de prêt hypothécaire liées à des banques à charte.

⁽³⁾ Comprend les caisses populaires et crédit unions, les caisses de retraite, les sociétés de financement, la banque d'épargne du Québec, les sociétés d'assurance contre des risques divers, les sociétés fiduciaires de placement immobilier et les fonds mutuels; données non désaisonnalisées.

Table III
Tableau III

Consumer credit outstanding Encours du crédit à la consommation

	Billions of dollars June 1976 En milliards de dollars Juin 1976	Percentage change Variation en %			Annual rates, seasonally adjusted Taux annuels, données désaisonnalisées		
		December to December De décembre à décembre			1975 1976		
		1973 1973	1974 1974	1975 1975	I I	II II	I I
Chartered banks	14.8	24	22	22	19	25	22
Sales finance and consumer loan companies	2.9	10	2	-2	-5	1	-3
Credit unions and caisses populaires	3.5	21	14	17	16	20	15
Other ⁽¹⁾	4.3	12	16	12	8	16	3
Total	25.5	19	16	16	13	19	15

⁽¹⁾ Includes credit extended by the life insurance companies, trust and mortgage loan companies, 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⁾ Comprend les compagnies d'assurance-vie, les sociétés de fiducie et de prêt hypothécaire, la 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 les compagnies pétrolières et d'autres sociétés au moyen de leurs cartes de crédit.

Sources of financing

The strong demand for credit this year continued to be met to a significant extent through bond financing. In total, net new issues of bonds in Canada and abroad reached a record level of \$6.8 billion in the first half of this year, accounting for well over a third of the funds raised by major non-financial borrowers. This exceptionally heavy reliance on bond markets mainly reflected the large financing requirements of the provincial-municipal sector arising from their capital investment programmes as well as a continuing effort on the part of private businesses to lengthen the term structure of their debt. Although funds raised in the Canadian bond market remained at a high level in the first half of this year, borrowing on foreign markets accounted for all of the increase in bond financing during the year ended in June 1976. Indeed, the amount raised abroad in the first half of this year was about as large as in the whole of 1975. While the wide differential between long-term rates in Canada and abroad undoubtedly encouraged borrowers to turn to foreign markets, the large scale of their financing needs, particularly in the case of provincial enterprises, and the general receptiveness of foreign investors to Canadian issues were also important factors.

The differential on short-term interest rates widened further during the early weeks of 1976 but movements in the cost of forward cover on hedged transactions tended to offset the incentive for borrowing abroad. In the process, however, there was some increase in short-term paper placed abroad by non-financial borrowers. In total, despite a significant slowing of direct investment from abroad, non-residents supplied one third of the funds raised by non-financial borrowers during the first half of this year (see Appendix Table I).

In contrast to 1975 and earlier periods when increased reliance on long-term credit markets was accompanied by a relative decline in financial intermediation, the pace of lending by financial institutions rose sharply in 1976 and there was also a significant increase in their holdings of securities. Thus, most of the funds raised by non-financial borrowers were provided either through the intermediation of financial institutions or by non-residents. Holdings of marketable securities by the non-financial public, after increasing substantially during the previous two years, showed a marked reduction, undoubtedly reflecting some liquidation of financial assets by the business sector.

The increased intermediation by financial institutions was reflected in a marked strengthening in the rate of growth of their combined major

dentielle a continué de faire preuve; en effet, les mises en chantier se sont établis, en chiffres annuels, à 280,000 unités au premier semestre de 1976, soit à un niveau légèrement inférieur au maximum atteint au second semestre de 1975. Toutefois, il s'est produit un certain affaiblissement du marché des logements existants et, par voie de conséquence, une augmentation de la proportion des approbations des prêts hypothécaires sur des logements neufs par rapport à l'ensemble des approbations. L'augmentation de ce ratio a été particulièrement forte dans les banques à charte et, comme les sorties de fonds réelles dans la construction de logements ont tendance à accuser un retard considérable par rapport aux approbations, cet élément semble avoir contribué à ralentir le gonflement des portefeuilles hypothécaires des banques à charte. En outre, les constructeurs ont apparemment fait un usage accru du financement temporaire, probablement en prévision d'une chute des taux des prêts hypothécaires. Durant l'été, le rythme des mises en chantier s'est considérablement ralenti et, à la faveur de l'affaiblissement de la demande de crédit hypothécaire, il s'est produit à la fin de l'été un certain ajustement à la baisse des taux en question.

Après s'être accru vigoureusement au second semestre de 1975, l'encours total du crédit à la consommation a adopté un rythme plus modéré. Ce ralentissement est allé de pair avec une atténuation de la croissance des dépenses en biens durables et semi-durables survenue en dépit de l'accroissement soutenu du revenu disponible. Après avoir quelque peu diminué au second semestre de 1975, le taux de l'épargne personnelle, en termes de comptabilité nationale, est retourné à un niveau élevé, tandis qu'augmentaient de façon remarquable les comptes d'épargne personnelle et les dépôts à terme dans les banques.

L'écart entre les taux d'intérêt à court terme s'est creusé davantage au cours des premières semaines de 1976, mais les ajustements du coût de la couverture des risques de change à terme ont eu tendance à contrecarrer les avantages que présentaient les emprunts à l'étranger. Toutefois, le papier à court terme placé à l'étranger par les agents économiques non financiers a augmenté quelque peu. Dans l'ensemble, malgré le net ralentissement des investissements directs au pays, les non-résidents ont apporté le tiers des fonds recueillis par les principaux secteurs non financiers de l'économie au premier semestre de cette année (voir Tableau I de l'Annexe).

Contrairement à ce qui s'est passé en 1975 et au cours des périodes antérieures où le recours accru aux marchés du crédit à long terme s'était accompagné d'une certaine diminution de l'activité des intermédiaires financiers, les prêts consentis par les sociétés financières, de même que les portefeuilles-

Table IV
Tableau IVMajor assets of selected financial institutions
Principaux avoirs de certaines catégories d'institutions financières

	Billions of dollars June 1976 En milliards de dollars Juin 1976	Percentage change Variation en %			Annual rates, seasonally adjusted ⁽¹⁾ Taux annuels, données désaisonnalisées ⁽¹⁾		
		December to December De décembre à décembre			1975		
		1973	1974	1975	1975	1976	1976
Deposit-taking institutions Chartered banks ⁽²⁾	73.6	19	19	13	12	15	20
Trust and mortgage loan companies and Quebec savings bank	24.6	23	16	17	16	19	22
Credit unions and caisses populaires	13.8	25	16	24	29	20	24
Sub-total	112.1	21	18	15	15	16	21
Contractual savings institutions Life insurance companies Pension funds	22.8	9	7	10	11	9	11
	21.9	14	15	14	16	13	15
Sub-total	44.7	11	11	12	13	11	13
Sales finance and consumer loan companies	10.0	18	16	9	6	12	7
Total	166.8	18	16	14	14	14	18

⁽¹⁾Data for sales finance and consumer loan companies are not seasonally adjusted.
⁽²⁾Major Canadian dollar assets; average of Wednesdays.

⁽¹⁾Les données relatives aux sociétés de financement des ventes et de prêt à la consommation ne sont pas désaisonnalisées.
⁽²⁾Principaux avoirs en dollars canadiens; moyenne des mercredis.

assets. The more rapid pace of expansion was particularly evident in the case of deposit-taking institutions, though contractual savings institutions also experienced a somewhat higher rate of growth (see Table IV).

The chartered banks added substantially to their holdings of Canadian liquid and other short-term assets during the first nine months of the year in contrast to 1975 when over the year as a whole such holdings had not increased (see Table V). Growth of their less liquid Canadian assets during the first half of 1976, though more rapid than in the corresponding period a year earlier, was at about the same pace as in the second half of 1975, as a somewhat slower growth in consumer loans and an even more pronounced slackening in the growth of their mortgage holdings largely offset a marked acceleration in their lending to businesses. In fact, the strong demand for credit by the business sector during the first half of this year was met to an unusually large extent by the chartered banks. This reliance on bank financing appears to have been related in large part to the rapid build-up of inventories during the first quarter, particularly at the retail and wholesale level. Since many merchandisers do not have access to the paper market this tended to reinforce a shift to bank financing that resulted from a narrowing of the differential

titres de ces dernières, se sont accrus considérablement en 1976. Ainsi, la plus grande partie des capitaux empruntés par les agents économiques non financiers a été obtenue par l'entremise des institutions financières ou directement des non-résidents. Après s'être gonflés de façon sensible au cours des deux dernières années, les portefeuilles de titres négociables du secteur non financier ont nettement diminué en 1976, sans nul doute par suite de la réalisation d'une partie des avoirs financiers des entreprises.

Sources de financement

La forte demande de crédit a été en grande partie satisfaite cette année encore par le recours au marché obligataire. Dans l'ensemble, les émissions nettes de titres au Canada et à l'étranger ont atteint, au premier semestre, le montant record de 6.8 milliards de dollars, soit beaucoup plus que le tiers du financement obtenu par les grands secteurs non financiers de l'économie. Ce recours exceptionnellement important aux marchés obligataires s'explique d'abord par l'ampleur des besoins de financement auxquels les provinces et municipalités ont dû faire face dans l'exécution de leurs programmes d'investissement et également par les efforts continus déployés par les entreprises privées pour prolonger la durée moyenne de leur dette. Bien que le recours au marché obligataire canadien soit demeuré élevé au premier semestre

Table V
Tableau V

Chartered bank selected assets
Quelques avoirs des banques à charte

12

Average of Wednesdays, unless otherwise indicated. Moyenne des mercredis, sauf indication contraire

	Billions of dollars September 1976 En milliards de dollars septembre 1976	Percentage change Variation en %			Annual rates, seasonally adjusted Taux annuels, données désaisonnalisées			December 1975 to September 1976 De décembre 1975 à septembre 1976	
		December to December De décembre à décembre		1975 1975	1975 1975		1976 1976		
		1973 1973	1974 1974		1975 1975	I I			
Canadian liquid assets (Canadian liquid assets, and other short-term Canadian assets ⁽¹⁾)	14.0 (15.0)	3 (1)	14 (19)	— (1)	-2 (-10)	2 (13)	22 (17)	16 (11)	Avoirs liquides canadiens (Avoirs liquides canadiens et autres avoirs canadiens à court terme ⁽¹⁾)
Loans, mortgages and other investments Canadian dollar loans	62.8 50.3	25 27	21 19	17 16	15 13	19 19	18 20	20 20	Prêts, portefeuilles hypothécaires et autres placements Prêts en dollars canadiens
General loans -unsecured personal ⁽²⁾ -business ⁽²⁾	46.9 15.4 26.7	26 24 27	19 22 20	16 22 13	12 19 11	20 25 15	22 22 24	23 25 ⁽³⁾ 22 ⁽³⁾	Prêts généraux -prêts personnels autres que sur titres ⁽²⁾ -prêts aux entreprises ⁽²⁾
Mortgages Provincial, municipal and corporate securities ⁽⁴⁾	8.4 3.3	34 4	33 7	28 17	28 43	28 -3	14 11	15 22	Prêts hypothécaires Titres de provinces, de municipalités et de sociétés ⁽⁴⁾
Canadian dollar major assets	76.8	19	19	13	12	15	20	20	Principaux avoirs en dollars canadiens
Memo: Business loans and foreign currency loans to residents plus commercial paper and bankers' acceptances ⁽⁵⁾	34.4	26	33	14	14	14	23	19	Pour mémoire: Prêts aux entreprises et prêts en monnaies étrangères aux résidents, plus le papier commercial et les acceptations bancaires ⁽⁵⁾

(1) Canadian liquid assets plus short-term paper and chartered bank instruments; not seasonally adjusted.
(2) Month-end.
(3) December 1975 to August 1976.
(4) Excludes short-term paper; not seasonally adjusted.
(5) Includes short-term paper issued by Canadian financial institutions affiliated with foreign banks.

(1) Avoirs liquides canadiens, plus papier à court terme et effets des banques à charte; données non désaisonnalisées.
(2) En fin de mois.
(3) Décembre 1975 à août 1976.
(4) Non compris le papier à court terme; données non désaisonnalisées.
(5) Y compris le papier à court terme émis par les institutions financières canadiennes affiliées à des banques étrangères.

between short-term paper rates and bank prime lending rates. Although the pace of bank lending slowed in April and May, it picked up again through the summer, with strength evident across a much broader range of business borrowers than in the first quarter.

Among other financial institutions, the trust and mortgage loan companies experienced a somewhat faster growth in their major assets during the first half of 1976, largely reflecting a more rapid expansion in their mortgage holdings. The major assets of credit unions and caisses populaires also expanded more rapidly than in the second half of 1975 despite slower growth in their consumer lending. However, in the case of sales finance and consumer loan companies, an actual decline in the amount of their consumer loans outstanding was a major factor in the slow growth which they experienced, even though there was an upturn in their business receivables.

de l'année, seul l'accroissement des emprunts contractés sur les marchés étrangers rend compte de l'augmentation du financement obtenu sous forme d'émission d'obligations au cours de la période de douze mois qui s'est terminée en juin 1976. De fait, les concours obtenus à l'étranger au premier semestre de cette année ont été du même ordre que ceux qui ont été recueillis pendant toute l'année 1975. L'écart appréciable existant entre les taux à long terme canadiens et les taux étrangers a sans nul doute encouragé les emprunteurs canadiens à se tourner vers les marchés étrangers, mais il reste que l'ampleur des besoins de financement des entreprises provinciales en particulier et l'attitude favorable des investisseurs étrangers à l'endroit des émissions canadiennes y ont été pour beaucoup.

Le rôle accru d'intermédiaire joué par les institutions financières s'est traduit par une progression marquée du rythme d'accroissement des principaux avoirs détenus dans l'ensemble par ce secteur. L'accroissement le plus rapide

13

a été enregistré au niveau des institutions de dépôt, mais les institutions d'épargne contractuelle ont, elles aussi, vu leurs principaux avoirs s'accroître à un rythme un peu plus rapide (voir Tableau IV).

Les banques à charte ont considérablement garni leurs portefeuilles d'avoirs liquides et de titres à court terme en dollars canadiens au cours des neuf premiers mois de l'année, attitude qui contraste avec celle adoptée en 1975, où ces avoirs n'avaient pas augmenté sur l'ensemble des 12 mois (voir Tableau V). Si la croissance des avoirs canadiens de seconde liquidité s'est accélérée au premier semestre de 1976 comparativement à la période correspondante de l'année précédente, elle s'est maintenue à un rythme voisin de celui du second semestre de 1975, l'accélération marquée des prêts aux entreprises ayant été largement compensée par un certain ralentissement des prêts à la consommation et par une décélération encore plus marquée de la croissance des portefeuilles hypothécaires. En fait, les banques à charte ont, au premier semestre de 1976, satisfait dans une proportion exceptionnellement élevée la forte demande de crédit des entreprises. Ce recours accru au financement bancaire semble en grande partie relié au fort mouvement de restockage qui s'est produit au 1^{er} trimestre et qui a été particulièrement prononcé au niveau des détaillants et des grossistes. Le fait que de nombreuses entreprises de distribution n'ont pas accès au marché du papier a eu tendance à renforcer l'attrait que présentait le crédit bancaire par suite de l'amenagement de l'écart entre le taux du papier à court terme et le taux préférentiel des prêts bancaires. La croissance des prêts bancaires a ralenti en avril et en mai, mais s'est redressée durant l'été, favorisant un éventail beaucoup plus large d'entreprises qu'au premier trimestre.

En ce qui concerne les autres institutions financières, mentionnons que les sociétés de fiducie ou de prêt hypothécaire ont enregistré au premier semestre de 1976 une certaine accélération de la croissance de leurs principaux avoirs qui traduit en grande partie l'expansion accélérée de leurs portefeuilles hypothécaires. Les principaux avoirs des caisses populaires et des credit unions ont également augmenté plus rapidement pendant cette période qu'au second semestre de 1975, en dépit du ralentissement de la croissance de leurs prêts à la consommation. Toutefois, en ce qui a trait aux sociétés de financement ou de prêt à la consommation, c'est la diminution de l'encours de leurs prêts à la consommation qui a été une des principales causes de la lenteur de la croissance observée, encore que leurs comptes à recevoir des entreprises se soient redressés.

Appendix Table VI
Annexe - Tableau VI

General public holdings of currency and liabilities of deposit-taking institutions
Monnaie hors banques et engagements des institutions de dépôt envers le public

18

	Billions of dollars June 1976 En milliards de dollars Juin 1976	Percentage change Variation en %			Annual rates, seasonally adjusted Taux annuels, données désaisonnalisées			
		December to December De décembre à décembre			1975			
		1973	1974	1975	I	II	I	
Currency and demand deposits	18.1	12	6	23	22	25	-1	Monnaie hors banques et dépôts à vue
Other chequeable deposits:								Autres dépôts transférables par chèque:
At chartered banks	7.1	5	-7	10	11	9	-4	Dans les banques à charte
At other institutions	7.1	14	5	29	40	19	9	Dans les autres institutions
Sub-total	32.2	10	2	21	22	20	—	Total partiel
Non-chequeable savings accounts:								Dépôts d'épargne non transférables par chèque:
At chartered banks	18.3	9	23	37	70	11	15	Dans les banques à charte
At other institutions	6.7	12	10	22	36	9	15	Dans les autres institutions
Sub-total	25.0	10	19	33	60	11	15	Total partiel
Fixed-term liabilities:								Engagements à terme fixe:
At chartered banks	30.1	39	32	5	-5	16	58	Des banques à charte
Personal	13.0	65	42	-10	-25	8	46	Particuliers
Non-personal	17.1	20	23	22	21	22	68	Autres clients
At other institutions	22.2	32	25	17	10	24	28	Des autres institutions
Sub-total	52.3	36	29	10	1	19	44	Total partiel
Currency and Canadian dollar chartered bank deposits	73.6	18	17	17	19	16	22	Monnaie hors banques et dépôts en dollars canadiens dans les banques à charte
Currency and total Canadian dollar deposits	109.5	20	17	18	19	17	22	Monnaie hors banques et ensemble des dépôts en dollars canadiens
Foreign currency bank deposits of residents	5.8	97	74	-13	-28	5	78	Dépôts bancaires en devises des résidents
Total	115.3	22	19	16	16	17	24	Total

Note: June 1976 data for deposits at non-bank financial institutions include estimates for credit unions and caisses populaires.

Nota: Les chiffres des dépôts auprès des institutions financières non bancaires en juin 1976 comprennent une estimation des données des credit unions et des caisses populaires.

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

to the Business Outlook 1977 Conference
of the Conference Board in Canada
Montreal, 23 September 1976

Before beginning the preparation of my remarks for this luncheon meeting I looked over the programme for today, especially the session this morning. I noted that the agenda covered the economic and financial outlook for both the United States and Canada. My initial concern that by lunch time there would be nothing left for me to talk about soon gave way to relief that, with so many astute forecasters in your midst, there would clearly be no need for me to try to tell you what the near-term business outlook is. What I would like to do instead is to say something about why the near-term outlook is not better than it is, to reflect in a general way on how things are going in our economy, and to explain very briefly the rationale behind the monetary policy we are following.

The Canadian economy is passing through a difficult period. It is in fact a difficult period for most countries. Not surprisingly, the task of trying to restore more satisfactory levels of economic activity and employment while at the same time gearing down the rate of inflation is turning out to be far from easy. This is true no matter where you look. It is also a very frustrating period for many Canadians. One is reminded of what it is like having to live on a strict diet in order to deal with a weight problem. Like all weight-watchers we find that the need to observe moderation in our eating habits makes us feel depressed and irritable. It is bad enough to have to keep resisting the temptations of the refrigerator when we feel hungry; it is even more discouraging to find out from the bathroom scales how slowly we seem to be getting back in shape.

To get back to our economic situation, it is important that our frustra-

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

au Congrès sur les perspectives économiques pour 1977
du Conference Board in Canada
Montréal, le 23 septembre 1976

Avant de commencer à rédiger le texte de mon allocution, j'ai consulté le programme prévu pour aujourd'hui, en particulier l'ordre du jour de la session de ce matin, et observé qu'il couvrait les perspectives économiques et financières tant aux États-Unis qu'au Canada. Ma première impression — la crainte qu'à l'heure du lunch tous les sujets ne soient épuisés — s'est vite dissipée et j'en suis venu à la conclusion que, étant donné le nombre et le calibre des spécialistes en prévision conjoncturelle qui se trouvent parmi nous, il ne me serait nullement nécessaire d'essayer de vous expliquer ce que sont les perspectives économiques à court terme. Je voudrais plutôt exposer brièvement les raisons pour lesquelles les perspectives à court terme ne sont pas meilleures, brosser un tableau général de l'état actuel de notre économie et expliquer rapidement les fondements sur lesquels repose présentement notre politique monétaire.

L'économie canadienne traverse actuellement une période difficile. De fait, il en est de même de la plupart des pays. Il va sans dire que la tâche qui consiste à ramener l'économie à un taux d'activité plus satisfaisant et à améliorer la situation de l'emploi tout en jugulant l'inflation se révèle fort peu facile. Ceci reste vrai quel que soit le côté vers lequel on se tourne.

De nombreux Canadiens vivent également une période de grandes frustrations. C'est un peu comme si nous nous trouvions dans la situation de quelqu'un qui doit suivre un régime sévère pour résoudre un problème d'embouppement. Comme tous ceux qui suivent un régime amaigrissant, nous nous sentons déprimés et irrités du fait de devoir faire preuve de modération dans nos habitudes alimentaires. Il est déjà pénible de devoir résister sans cesse à la tentation que constitue le réfrigérateur lorsque la faim nous tenaille, mais c'est encore pire de constater, à l'aide de la balance de la salle de bain, à quel

tions not be allowed to obscure the fact that it is inflation itself that is the primary obstacle to the recovery of our economic health, that is, to the achievement of widespread and enduring prosperity. I regard this point as important and not always sufficiently appreciated. Expressions of concern by central bankers about inflation are sometimes represented to be a kind of blinkered phobia about the value of money as an end in itself, a fixation sorely lacking in compassion for the welfare of people. I assure you that this is not so. My concern about inflation arises from the harm that it does to the welfare of people. The case for fighting inflation rests on the fact that inflation threatens what people want. It threatens sustained economic prosperity, political stability and social progress. It threatens economic growth, job creation, productivity and rising living standards, and it threatens a sensible balance of trade and capital flows between Canada and other countries. That is why inflation matters. That is why it must be fought. That is the proposition that underlies anti-inflation programmes. That is the conviction that underlies the monetary policy of the Bank of Canada.

My main point, then, about the economic outlook for Canada in the years ahead is that it depends very much on how successful we are in containing inflation. To the extent that we succeed, the prospects for economic prosperity will improve. To the extent that we fail, the prospects for economic prosperity will deteriorate. You will realize of course that in talking about the economic outlook in these terms I am thinking of a longer period than the next six to twelve months on which business outlook sessions usually focus. I am thinking of the next two or three years and beyond. But what things will be like in Canada in two or three years is surely even more important than what they will be like in six to twelve months. Whatever our more immediate problems, we must not lose sight of the longer-term horizon.

In this country we are tackling inflation by a process of gradualism. The aim is to reduce the rate of inflation by something like 2 per cent each year over a period of years. It is an obvious disadvantage of gradualism as a way of dealing with any difficult problem that the pains of adjustment continue over a longer period. It would have been possible to try to do the job more quickly. The pain might be over sooner, but it would surely be more intense. Would Canadians have liked that better? I doubt it.

It was also decided to support the central role of fiscal and monetary policy in the attack on inflation with a system of direct controls. Because

point il faut du temps pour retrouver sa forme.

Pour revenir à notre situation économique, il importe que nos frustrations ne nous fassent pas perdre de vue que c'est l'inflation elle-même qui constitue le principal obstacle au rétablissement de la santé de notre économie, c'est-à-dire à une prospérité générale et soutenue. Je considère ce point comme essentiel et constate qu'il n'est pas toujours perçu avec suffisamment d'acuité. L'inquiétude des dirigeants de banques centrales face à l'inflation est parfois jugée comme une sorte de phobie, qui les porte à considérer la valeur de la monnaie comme une fin en soi et à manquer gravement de compréhension en ce qui concerne le bien-être de la population. Je puis vous assurer que la réalité est tout autre. Mon inquiétude naît justement du tort que l'inflation cause au bien-être des gens. L'inflation doit être jugulée parce qu'elle met en péril les aspirations de la population. En effet, elle met en péril la prospérité économique, la stabilité politique et le progrès social. Elle met aussi en péril la croissance économique, la création d'emplois, la productivité et les possibilités d'amélioration du niveau de vie. Enfin elle met en péril le maintien d'un équilibre raisonnable de la balance commerciale et des mouvements de capitaux entre le Canada et les autres pays. Voilà pourquoi l'inflation nous préoccupe. Voilà pourquoi il faut la combattre. Voilà l'objectif premier de tout programme anti-inflationniste. Voilà le fondement de la politique monétaire de la Banque du Canada.

À mon avis, les perspectives économiques au Canada dans les années à venir dépendent surtout des victoires que nous remporterons dans notre lutte contre l'inflation. Dans la mesure où nos efforts seront couronnés de succès, notre économie pourra reprendre de la vigueur. Inversement, si nos efforts s'avèrent infructueux notre économie courra le risque de se détériorer. Je suis conscient bien sûr qu'en parlant en ces termes des perspectives économiques, j'envisage une période plus longue que celle de six à douze mois, période qu'on retient généralement dans les séances d'études sur les perspectives économiques. Je considère plutôt les deux ou trois prochaines années et vois même plus loin. La situation qui prévaut au Canada à la fin de cette période sera sûrement plus importante que celle qui prévaut dans six mois ou un an. Quels que soient les problèmes immédiats auxquels nous faisons face, nous ne devons pas perdre de vue l'avenir à long terme.

Au Canada, nous avons décidé de procéder par étapes pour vaincre l'inflation. Le but visé est de réduire le taux d'inflation d'environ 2% par an pendant un certain nombre d'années. L'utilisation d'une méthode progressive pour résoudre un problème difficile comporte un inconvénient évident, à savoir que la douleur provoquée par le processus d'ajustement persiste plus

of the extraordinary rate at which costs and prices in Canada were accelerating a year ago when that decision was taken, I thought that it was constructive, and I have not changed my mind. I regard many of the difficulties that the Anti-Inflation Board has encountered as evidence of how difficult it would be to leave the task of gearing down inflation, even at the modest rate we are attempting, solely to monetary and fiscal policy.

After acknowledging all the difficulties and frustrations involved in the present situation, is the effort to restore Canada's economy to a healthier state getting anywhere? Is there anything in the picture from which we can draw encouragement?

Turning first to the international economic scene, I think it is fair to say that we have witnessed a quite remarkable change for the better. Not much more than a year ago, you will recall, the world's industrial countries were still in the grip of both the most severe recession and the most virulent inflation of the post-war period. In a few countries, notably the United States, the trough in economic activity seemed to have been passed and a rebound appeared to be underway, though one of unknown strength and staying power. In many other countries, however, there were still few signs that a similar turning point was even imminent, let alone that it had been reached. Meanwhile costs and prices were continuing to push on upwards almost everywhere at double-digit rates.

Today the economic scene around the world looks very different. With only a few exceptions the industrial countries generally now seem to have moved well into the expansionary phase of the world business cycle. For a time the strength of the rebound in economic activity in some of the major countries like the United States, Germany and Japan took most observers by surprise. More recently, the pace of expansion has slackened considerably, and as usual this has raised some questions about the vigour of the recovery even though the earlier pace was clearly unsustainable.

On the world inflation front there has been a marked decline in rates of increase in costs and prices throughout the industrial countries, and perhaps an even more striking improvement in the underlying climate of expectations. Last year's doubts about whether much improvement could be anticipated in the near-term outlook for inflation were too pessimistic. The question now is the extent to which the intervening gains will continue.

longtemps. Il aurait été possible d'essayer d'enrayer le mal plus rapidement; la douleur aurait été de plus courte durée mais certainement plus intense. Les Canadiens auraient-ils préféré cette solution? J'en doute fort.

Il a également été décidé de renforcer le rôle primordial des politiques monétaire et fiscale en vue de combattre l'inflation par un système de contrôles directs. Étant donné l'accélération extraordinairement rapide des prix et des coûts qui sévissait l'année dernière lorsque fut prise cette décision, j'estimais alors qu'il s'agissait d'une mesure positive et je suis toujours de cet avis. Je crois que le grand nombre de problèmes auxquels la Commission de lutte contre l'inflation a dû faire face montre combien il serait difficile de réduire l'inflation, même au taux modeste que nous visons actuellement, s'il fallait s'en tenir exclusivement aux politiques monétaire et fiscale.

Après avoir considéré toutes les difficultés et toutes les frustrations actuellement en cause, pouvons-nous croire que les efforts entrepris en vue de remettre l'économie canadienne sur un bon pied porteront fruit? Existe-t-il quelques signes d'encouragement?

Considérons d'abord la situation économique internationale. Je crois qu'il est juste d'affirmer qu'une amélioration tout à fait remarquable s'est produite de ce côté. Vous vous souvenez sans doute qu'il y a seulement un peu plus d'un an les pays industrialisés étaient aux prises à la fois avec la plus grave récession et avec la plus virulente inflation de l'après-guerre. Dans quelques pays, notamment aux États-Unis, le creux du cycle économique paraissait avoir été dépassé et une reprise semblait s'amorcer, mais on ne savait pas si elle serait vigoureuse ou durable. Cependant, dans beaucoup d'autres pays, peu de signes indiquaient qu'un point de retournement analogue serait bientôt atteint ou même qu'il l'avait déjà été. Parallèlement, les prix et les coûts faisaient l'objet de fortes pressions à la hausse et leur augmentation s'établissait à des taux à deux chiffres.

Aujourd'hui, la situation économique mondiale est bien différente. Sauf quelques rares exceptions, les pays industrialisés semblent maintenant bien engagés dans la phase expansionniste du cycle économique mondial. À un certain moment, la force de la reprise économique dans certains grands pays, tels les États-Unis, l'Allemagne et le Japon, prit la plupart des observateurs par surprise. Récemment, cette croissance s'est ralentie considérablement et, par surprise, on a commencé à se poser des questions, encore qu'il est évident que le rythme de croissance atteint auparavant ne pouvait être maintenu.

En ce qui concerne l'inflation mondiale, l'augmentation des prix et des coûts dans tous les pays industrialisés a marqué un net ralentissement, et une

For my part, I take some encouragement from the degree to which popular attitudes in many countries today seem to have shifted in favour of firm policy action to restore and maintain a more stable price environment. I think this is reflected in the kind of monetary, fiscal and other policies currently being pursued in some of the world's largest industrial countries, and in the degree of continuing public support these policies appear to command.

This is one of the reasons why I feel reasonably confident that the world economy is not about to head back into renewed double-digit inflation propelled by an overly strong world-wide boom in economic activity of the kind we saw in 1973. But it is not the only reason. This time round we do not have, as we had during that period, the threat of massive monetary expansion on the part of major countries seeking to prevent their exchange rates from strengthening in the wake of the collapse of the Bretton Woods system of fixed parities. And this time round we have much less reason to fear an extraordinary upsurge in world prices of foodstuffs, industrial materials, or energy supplies.

If this reasonably optimistic view about the risks of a resurgence of world inflation is at all near the mark, it seems to me that the chances look promising for a relatively long-lasting, moderately-paced and orderly period of world economic expansion. This would provide a favourable international environment for Canada's efforts to put its own house in order.

Let me remind you of the situation we in Canada found ourselves in a year ago. During the recent downswing in world economic activity we had experienced smaller declines in output and employment than almost any other country, but the price attached to our good fortune in this respect was a much more serious problem of cost inflation here than in many of our trading partners – notably the United States – and a very large current account deficit in our international balance of payments.

I know that in the eyes of many Canadians the degree of progress made to date in getting our inflation under control is regarded both as doubtful and disappointing. Those who take this view point to the fact that the much slower rate of increase in the Consumer Price Index over the past year largely reflects the behaviour of food prices, which they attribute less to the anti-inflation programme than to the vagaries of supply. They also point to the fact that in spite of their clearly moderating trend, wage and salary settlements are still outrunning any

amélioration peut-être même plus frappante a été observée au niveau du climat fondamental des anticipations. L'an dernier les doutes au sujet des progrès qui pouvaient être réalisés à court terme dans la lutte contre l'inflation s'inspiraient d'un pessimisme exagéré. L'important maintenant est de savoir dans quelle mesure les gains enregistrés vont se maintenir.

Quant à moi, je suis quelque peu encouragé de voir jusqu'à quel point les gens ont changé d'attitude dans de nombreux pays, pour se prononcer en faveur de politiques fermes visant à rétablir et à maintenir une évolution plus stable des prix. Je crois que ce changement se reflète dans les politiques monétaires, fiscales ou autres, appliquées actuellement dans quelques-uns des plus grands pays industrialisés et également dans l'appui continu que ces politiques semblent exiger de la population.

Voilà un des motifs pour lesquels j'ai raisonnablement lieu de croire que l'économie mondiale n'est pas sur le point de connaître encore une fois un taux d'inflation à deux chiffres, stimulé par un boom beaucoup trop fort de l'activité économique mondiale comme ce fut le cas en 1973. Mais il y a d'autres raisons. Cette fois nous ne sommes pas, comme à ce moment-là, sous la menace d'une expansion monétaire massive de la part de grands pays cherchant à empêcher leurs taux de change de se raffermir par suite de l'effondrement des parités fixes établies en vertu des Accords de Bretton Woods. Et aujourd'hui nous avons encore moins lieu de craindre une hausse vertigineuse des prix des produits alimentaires, des matières industrielles et des ressources énergétiques.

Si ce point de vue raisonnablement optimiste quant aux risques de recrudescence de la flambée inflationniste de par le monde est relativement juste, nos chances de connaître une période d'expansion économique modérée et assez longue sont d'après moi assez bonnes. Ceci créerait un climat international favorable aux efforts déployés par le Canada pour remettre son économie en ordre.

Laissez-moi vous rappeler la situation où se trouvait le Canada il y a un an. Durant le récent fléchissement mondial de l'activité économique, la production et l'emploi ont enregistré au Canada des baisses moins prononcées que dans tout autre pays, mais cette bonne fortune s'est accompagnée d'autre part d'une inflation des coûts beaucoup plus aiguë ici que chez beaucoup de nos partenaires commerciaux, entre autres aux États-Unis, et a provoqué également un déficit considérable de notre balance des paiements courants.

Je sais qu'aux yeux de nombreux Canadiens les progrès réalisés à ce jour, dans la lutte contre l'inflation sont discutables et décevants. Ceux qui sont de cet avis insistent sur le fait que le ralentissement de la hausse de l'indice

reasonable allowance for productivity improvement by a substantial margin.

My own view of the matter is that the underlying situation and outlook with respect to costs and prices in Canada has improved considerably over the last year. I base this belief mainly on the contrast I see between the rampant inflationary psychology that was so much in evidence in Canada a year ago, and on my own reading of the current attitudes and expectations of most Canadians with respect to inflation. A year ago it was possible to believe that inflation was so far out of control in Canada that almost any price or income increase seemed within the bounds of possibility. Today, there is, I believe, a growing awareness on the part of the public that the tide of inflation in Canada has definitely turned and is now receding. There is also, if I am not mistaken, growing awareness of the damaging economic and social consequences of severe inflation.

So far as the pace of Canada's economic recovery is concerned, I would not pretend that it has been particularly vigorous to date when judged in the light of comparable periods of strongly rebounding economic activity in the past. On this occasion, however, a rapidly-paced recovery was surely not in the cards given the mildness of the earlier downturn in Canada and the need to bring our inflation under firm control. My own judgment is that in the circumstances we have not done too badly so far. I should like to conclude by focusing more directly on the role of monetary policy in the present situation.

The guiding principle of monetary policy has been and is to bring about a gradual reduction over time in the rate of growth of the money supply, an approach that will accommodate a reasonable rate of real economic growth accompanied by progressively lower rates of inflation. No set of policies designed to bring inflation under control could possibly succeed without a moderation of the rate of monetary expansion. If the underlying trend of inflation continues to moderate, a monetary policy of this kind will not stand in the way of a good rate of economic growth – nor, indeed, need it stand in the way of lower interest rates. If, however, the underlying trend of cost and price increases were not to converge, the underlying trend along with the rate of monetary expansion, the situation would be more difficult. While I do not believe the Bank of Canada should be rigid in the implementation of monetary policy, neither do I believe that it should simply adjust that policy to accommodate whatever rate of inflation turns up.

In stating its monetary growth targets the Bank of Canada has followed

des prix à la consommation au cours de l'an dernier est surtout imputable au comportement des prix des produits alimentaires, lequel a été moins influencé par le programme anti-inflation que par les caprices de l'offre. Ils font également remarquer qu'en dépit de leur tendance nettement modérée, les augmentations octroyées en vertu des accords salariaux dépassent encore de loin toutes les améliorations de la productivité qu'on pourrait raisonnablement envisager.

Je crois de mon côté que la situation fondamentale des coûts et des prix au Canada de même que les perspectives relatives à ce secteur se sont fortement améliorées au cours de l'année dernière. Cette opinion se fonde principalement sur le contraste que je vois entre la psychologie caractéristique de l'inflation rampante qui régnait partout au Canada il y a un an et ma vision des attitudes et des attentes actuelles de la plupart des Canadiens face à l'inflation. Il y a un an, il était possible de croire que l'inflation qui sévissait au Canada était devenue à ce point incontrôlable qu'il n'y avait pas de limite à la hausse des prix ou des revenus nominaux. À l'heure actuelle, à ce qu'il me semble, la population réalise de plus en plus que la vague inflationniste au Canada a atteint son point culminant et qu'elle est maintenant en train de se retirer. Et si je ne m'abuse, les gens sont de plus en plus conscients des dégâts que cause une forte dose d'inflation au double point de vue économique et social.

Je n'oserais prétendre que la reprise économique au Canada a été particulièrement vigoureuse jusqu'ici, si on la compare à d'autres périodes semblables de forte reprise de l'activité économique. Cette fois-ci cependant, une reprise rapide n'était certainement pas possible, étant donné que le fléchissement enregistré au Canada avait été peu important et qu'il fallait maîtriser l'inflation. Je crois personnellement que jusqu'à ce jour nous nous sommes assez bien débrouillés.

Je voudrais, avant de terminer, procéder à un examen plus direct du rôle de la politique monétaire dans la situation actuelle.

Le principe directeur de la politique monétaire a été et demeure de provoquer une réduction graduelle du rythme de croissance de la masse monétaire, ce qui permettra au pays d'atteindre un taux raisonnable de croissance économique réelle, accompagné d'une diminution progressive du taux d'inflation. Aucun ensemble de politiques conçues pour enrayer l'inflation ne saurait être couronné de succès en l'absence d'une diminution du rythme de l'expansion monétaire. Si le taux tendanciel d'inflation continue à ralentir, une telle politique monétaire ne sera pas un obstacle à une bonne croissance économique, de même qu'elle n'empêcherait pas une réduction des

the practice of expressing them in terms of a relatively narrow definition of the money supply, that is, currency and demand deposits. I do not propose to take time on this occasion to go into all the reasons for the choice of this particular aggregate, but I do want to assure you that the reasons are strictly pragmatic. Some people would prefer a much broader aggregate, and I would not question that the broader aggregates are of interest, but I am still inclined to the view that for operating purposes a narrower definition is a more useful guide.

Last fall I indicated that we were aiming, for the time being, at an annual growth rate for currency and demand deposits of not less than 10 per cent a year, measured from the average level for the three months ending June 1975. At the same time I indicated that I would regard a growth rate of 15 per cent a year as unacceptably high. As of March of this year the actual growth rate measured from this base amounted to roughly 12 per cent annually. A few weeks ago we announced a new and lower target growth range for this definition of the money supply of 8 to 12 per cent a year measured from its average level for the three months centered on March 1976. Looking to the future we have also stated our intention of further reducing the growth rate of currency and demand deposits over time in line with receding inflation.

The response to our announcement of lower monetary targets and the indications of support for monetary policy have been very good even though our action was not universally acclaimed. Some have wrongly concluded that in announcing lower targets we were aiming at an increased degree of monetary restraint through higher interest rates, but that misunderstanding has not been widespread. Most people seemed to recognize that it did not represent a basic change in policy but rather an up-dating of the course that had been charted some time ago. Financial markets were expecting our announcement and were not unsettled by it. In fact I believe the recent behaviour of the long-term bond market provides some indication of growing confidence that we are making progress in the fight against inflation.

This brings me to the end of what I want to say today. In conclusion I will simply repeat my main theme, namely, that the business outlook over the medium term is heavily dependent on getting our prices and costs on-side and that the Bank of Canada is going to play its part in that process.

taux d'intérêt. Si le taux tendanciel d'augmentation des coûts et des prix, ainsi que le taux de croissance de la masse monétaire cessaient de se modérer, la situation serait plus difficile. Tout comme je ne pense pas que la Banque du Canada doive adopter une attitude rigide dans la mise en œuvre de sa politique monétaire, je ne crois pas non plus qu'elle doive tout simplement modifier sa politique pour l'ajuster à n'importe quel taux d'inflation.

En rendant publics ses objectifs en matière de croissance monétaire, la Banque du Canada a eu recours à une définition relativement étroite de la masse monétaire, c'est-à-dire la monnaie et les dépôts à vue. Je n'ai pas l'intention de m'attarder à exposer ici les raisons du choix de cet agrégat précis, mais je tiens à vous dire qu'elles sont d'ordre strictement pratique. Certains préféreraient un agrégat beaucoup plus vaste; je ne doute pas que les agrégats plus vastes présentent certains avantages, mais je crois que dans la pratique une définition plus étroite constitue un guide plus commode.

J'ai indiqué l'automne dernier que nous visions alors à maintenir la croissance annuelle de la monnaie et des dépôts à vue, calculée à partir du niveau moyen de cet agrégat pour les trois mois se terminant en juin 1975, à un taux de 10%. À la même occasion, je soulignais qu'un taux de croissance de 15% par an serait beaucoup trop élevé. En mars de l'année en cours, le taux de croissance réel ainsi établi s'élevait approximativement à 12% l'an. Il y a quelques semaines, nous annoncions que les limites minimums et maximums visées comme taux de croissance de la masse monétaire avaient été fixées à 8 et 12% l'an et que ce taux serait calculé à partir du niveau moyen au cours de la période de trois mois centrée sur mars 1976. Nous avons aussi exprimé notre intention de réduire davantage à l'avenir le taux de croissance de la monnaie et des dépôts à vue à mesure que diminuera le taux d'inflation.

Les réactions à l'annonce faite par la Banque du Canada concernant la réduction des limites du taux tendanciel de croissance de la masse monétaire ont été très positives et favorables, même si les mesures que nous avons prises n'ont pas obtenu l'approbation de tous. D'aucuns ont conclu à tort qu'en abaissant les maximums, nous cherchions à renforcer les restrictions monétaires au moyen d'une hausse des taux d'intérêt, mais cette fausse interprétation ne s'est pas propagée au sein de la population. La plupart des gens semblaient admettre que ces mesures ne constituaient pas une modification fondamentale de l'orientation de notre politique mais plutôt une simple révision d'un objectif fixé depuis un certain temps. Les marchés financiers prévoient un tel changement et ne furent donc pas surpris. De fait,

je crois que le comportement récent du marché des obligations à long terme reflète d'une certaine façon la conviction grandissante que nous réalisons des progrès dans la lutte contre l'inflation.

Cette considération m'amène à la fin de mon exposé. Je me contenterai pour conclure de reprendre l'idée principale de mon allocution, à savoir que les perspectives économiques à moyen terme dépendent dans une très large mesure des résultats qui seront obtenus dans la lutte contre la hausse des prix et des coûts, lutte dans laquelle la Banque du Canada ne manquera pas de jouer son rôle.

Cover:

Dominion of Canada silver twenty-five cents 1911

With the accession of George V to the British throne in 1910, it became necessary for the Royal Mint in London to produce a set of master tools for the obverse of the new Canadian coins. For the first time the regal portrait for the coins was produced by an artist outside the Mint. The eminent Australian sculptor, E. Bertram MacKenna, was commissioned to provide the model from which the obverses of all the coins for Britain and the colonies were derived. MacKenna's fine work can be seen on the 1911 Canadian 25 cent piece shown on the cover. His initials B.M. are at the bottom of the shoulder. The legends on previous Canadian decimal coins had always contained the Latin DEI GRATIA following the British monarch's name signifying that he or she ruled by the grace of God, but this phrase was omitted from the 1911 Canadian obverses. This led to a public outcry that the new coins were "graceless" or "Godless" and the legend was hurriedly altered for the next year's coins. This coin is part of the National Currency Collection of the Bank of Canada. Photography by J. A. Haxby, Bank of Canada.

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. 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.
CN ISSN 0045-1460

Couverture:

Pièce en argent de 25 cents du Dominion du Canada (1911)

Par suite de l'accession de George V au trône britannique en 1910, la Monnaie Royale de Londres se vit dans l'obligation de changer la matrice originale de l'avvers des pièces canadiennes. Pour la première fois, un artiste autre que ceux de la Monnaie Royale exécutait l'effigie du roi destinée à être reproduite sur des pièces de monnaie. C'est en effet au sculpteur australien de renom, E. Bertram MacKenna, qu'on doit le modèle reproduit à l'avvers de toutes les pièces de la Grande-Bretagne et des colonies. La pièce canadienne de 25 cents, au millésime de 1911, reproduite en page couverture a été frappée à partir de l'œuvre admirable de MacKenna. Les initiales (B.M.) apparaissent au bas de l'épaule du souverain. Contrairement à toutes les pièces décimales canadiennes frappées auparavant, pièces dont la légende à l'avvers comportait le nom du monarque suivi de la formule latine DEI GRATIA (PAR LA GRÂCE DE DIEU), celles de 1911 ne reproduisaient pas la traditionnelle formule latine. Cette omission souleva un tollé général, du fait que les pièces étaient, de l'avis des gens, «sans grâce» et «sans Dieu». La légende fut modifiée rapidement et, dès l'année suivante, l'expression latine réapparait sur les pièces. L'échantillon illustré en couverture appartient à la Collection nationale de monnaies. Photographie: J. A. Haxby, Banque du Canada

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.
CN ISSN 0045-1460

The Canadian dollar sector of the euro-currency and euro-bond markets

by Edward P. Fine

Over the past year or so the Canadian dollar has gained some prominence as a currency denomination in international capital markets. To a large extent this development has reflected the increased desire on the part of international investors, including foreign official monetary authorities, to diversify their holdings across a broader range of currencies. This interest, coupled with an improved climate in international capital markets generally, has been one of the major contributing factors in the recent growth of a market in euro-Canadian dollar bonds. Parallel with the development of this market has been a surge of activity in short-term euro-Canadian dollar deposits. While the future growth of these markets may not be as dramatic as in the past year or so, it is of interest to take a closer look at these markets and the factors that have influenced their development.

Euro-Canadian dollar deposit market

Since the early 1960s the euro-currency market* has evolved into a full-fledged international money market that provides credit and deposit facilities in a number of currencies. In the period since 1973 in particular the market has played a prominent role in the "recycling" of the very large payments surpluses accruing to the major oil exporting countries. Although the bulk of euro-currency deposits continue to be denominated in U.S. dollars, the relative importance of other currencies, such as the Deutsche mark and Swiss franc, has increased significantly over the past five years. The increased activity in Canadian dollars has been a more recent phenomenon but has also been quite pronounced.

*See "An introduction to the euro-currency market" by Boyden E. Lee, Bank of Canada Review, April 1974.

Mr. Fine is a member of the International Department of the Bank.

La place du dollar canadien sur le marché des euro-devises et des euro-obligations

par Edward P. Fine

Au cours des quelque douze derniers mois, le dollar canadien a acquis une certaine importance en tant que monnaie de compte sur les marchés financiers internationaux. Cette évolution reflète dans une large mesure le désir accru des investisseurs qui ont recours à ces marchés, y compris les autorités monétaires des pays étrangers, de diversifier davantage la composition en devises de leurs avoirs. Ce désir, conjugué en général à une amélioration du climat prévalant sur ces marchés, a été un des principaux facteurs qui ont contribué à la croissance récente du marché des obligations en euro-dollars canadiens. L'expansion de ce marché a coïncidé avec un accroissement considérable des dépôts à court terme en euro-dollars canadiens. Même s'il n'est pas certain que se poursuivra la croissance spectaculaire enregistrée au cours des quelque douze derniers mois, il n'est pas sans intérêt d'examiner de près le fonctionnement de chacun de ces marchés et les facteurs qui en ont influencé l'évolution.

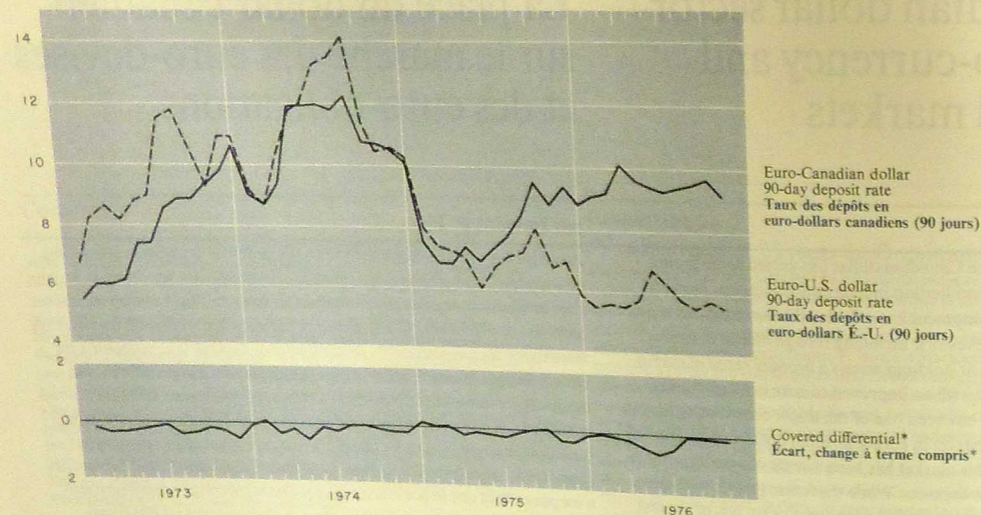
Le marché des dépôts en euro-dollars canadiens

Depuis le début des années soixante, le marché des euro-devises* est devenu un véritable marché monétaire international, qui octroie des prêts et reçoit des dépôts dans plusieurs devises. Il a joué, tout particulièrement à partir de 1973, un rôle de premier plan dans le «recyclage» des recettes excédentaires très importantes encaissées par les principaux pays exportateurs de pétrole. Le gros des dépôts en euro-devises est encore constitué de dollars É.-U., mais d'autres devises telles que le deutsche mark ou le franc suisse ont nettement gagné du terrain au cours des cinq dernières années. L'accroissement du rôle du dollar canadien sur ce marché, pour récent qu'il soit, n'en a pas moins été un phénomène assez remarquable.

*Voir Introduction au marché des euro-devises, par Boyden E. Lee, Revue de la Banque du Canada, avril 1974.

M. Fine travaille au Département des relations internationales de la Banque.

Chart I Short-term euro-currency deposit rates
Graphique I Taux d'intérêt des dépôts à court terme en euro-devises



* The spread between euro-Canadian dollar and euro-U.S. dollar deposit rates in London after allowance for the forward premium or discount on the U.S. dollar in Canada on the previous day.
* Écart observé à Londres entre les taux des dépôts en euro-dollars canadiens d'une part et en euro-dollars É.-U. d'autre part, compte tenu du report ou du déport sur le dollar É.-U. enregistré la veille au Canada.

Briefly, euro-Canadian dollars are deposits denominated in Canadian dollars and held in a bank abroad, whether a foreign bank or a branch of a Canadian bank. The bulk of such deposits are held in Europe but there has also been an increase in activity elsewhere, notably in offshore banking centres in the Caribbean. As with most other euro-currencies, London is the major centre of activity of the euro-Canadian dollar market. Unlike euro-U.S. dollar certificates of deposit, which are traded in London, there is virtually no secondary market in euro-Canadian dollars. Nevertheless, the various currency sectors of the euro-currency market are highly inter-dependent, reflecting the facility with which it is possible to shift from one currency to another. As might be expected in such a highly arbitrated market the rates paid on deposits in currencies other than U.S. dollars have been found to be virtually equivalent to

Les euro-dollars canadiens sont des dépôts libellés en dollars canadiens et détenus dans une banque à l'étranger, que ce soit une banque étrangère ou une succursale d'une banque canadienne. Les dépôts sont concentrés principalement en Europe, mais on constate une activité croissante dans d'autres régions, notamment dans des centres bancaires «extra-territoriaux» des Caraïbes. Comme pour les autres euro-devises, Londres est la plus importante place du marché de l'euro-dollar canadien. Par contre, si les certificats de dépôt en euro-dollars É.-U. peuvent être négociés à Londres, il n'existe pratiquement pas de marché secondaire des titres en euro-dollars canadiens. Cependant, les divers secteurs du marché des euro-devises présentent un haut degré d'interdépendance, ce qui explique la facilité avec laquelle il est possible de passer d'une devise à l'autre. Comme on pouvait s'y attendre dans un marché où l'arbitrage joue un rôle très important, le taux d'intérêt

euro-U.S. dollar deposit rates plus the cost of forward cover for the particular currency against the U.S. dollar. Analysis of the available data for the period 1973-1975 confirms that this is the case for euro-Canadian dollar deposit rates as well (see Chart I).

Canadian banks have been active in the euro-currency market from its inception and the information available suggests that their share of euro-Canadian dollar business is about one quarter of the total. This is considerably less than the share that banks of other countries, such as the United States, have in the euro-currency business in their national currency. In addition to the difference in the relative importance of Canadian banks in the over-all euro-currency market, one reason may be that Canadian banks are legally required to maintain reserves at the Bank of Canada on their total Canadian dollar deposit liabilities whether booked in Canada or abroad. In contrast the banks of other countries are generally not required to hold domestic reserves against euro-deposits denominated in their national currencies, though there usually are other requirements. For example, U.S. banks are required to maintain reserves with the Federal Reserve only against their net liabilities to their foreign branches and to other banks abroad.

Canadian dollar deposits at foreign branches, agencies and wholly-owned subsidiaries of Canadian banks have, however, roughly quadrupled to about \$500 million over the period from mid-1974 to mid-1976. As can be seen in Table I most of the growth has been at branches in the United Kingdom and in the Caribbean. Comprehensive data are not available on euro-Canadian dollar deposits booked at other banks but it is estimated that the gross size of the euro-Canadian dollar deposit market is currently over \$2 billion. Although Canadian dollar deposits held by non-residents at banks in Canada are not, strictly speaking, part of the euro-Canadian dollar deposit market, it is interesting to note that such deposits have doubled to about \$2 billion over the past two years. Part of this business is, of course, related to trade and to non-resident investment in Canada; in addition, as the New York agencies of Canadian banks are not allowed to accept deposits from U.S. residents, deposits generated by these agencies are booked in Canada. However the very rapid growth over the past two years in non-resident deposits in Canada probably reflects many of the same factors that have contributed to the expansion of the euro-Canadian dollar market; indeed some banks follow the practice of booking large deposits at head office rather than at their foreign branches while some customers prefer

versé sur les dépôts en devises autres que le dollar É.-U. s'est révélé à peu près équivalent au taux des dépôts en euro-dollars É.-U., compte tenu du coût de couverture des risques de change à terme dont s'accompagne la conversion de la monnaie en question en dollars É.-U. Une analyse des données de la période 1973-1975 confirme que cela est également vrai des taux d'intérêt versés sur les dépôts en euro-dollars canadiens (voir Graphique I).

Les banques canadiennes ont pris dès le début une part active au marché des euro-devises et les renseignements disponibles donnent à penser qu'elles détiennent un quart des dépôts en dollars canadiens. Cette part est sensiblement plus faible que celle qui revient aux banques d'autres pays, notamment celles des États-Unis, dans l'euro-marché de la monnaie de leur pays. Cet état de choses pourrait s'expliquer non seulement par l'importance relativement moindre des banques canadiennes sur le marché des euro-devises, mais également par le fait que les banques canadiennes sont légalement tenues de maintenir à la Banque du Canada des réserves correspondant à un pourcentage de leur passif-dépôts en dollars canadiens, que ces dépôts soient détenus au Canada ou à l'étranger. Par contre, les banques étrangères ne sont en général pas tenues de maintenir dans leur pays des réserves correspondant aux euro-dépôts qu'elles détiennent en monnaie nationale, mais elles sont généralement soumises à d'autres contraintes. Aux États-Unis, par exemple, les banques sont tenues de maintenir auprès de la Réserve Fédérale une réserve calculée en fonction seulement de leurs engagements nets envers leurs succursales à l'étranger ou envers d'autres banques de l'étranger.

Les dépôts en dollars canadiens dans des succursales, agences et filiales à cent pour cent de banques canadiennes à l'étranger ont à peu près quadruplé du deuxième semestre de 1974 au deuxième semestre de 1976, pour s'établir à environ 500 millions de dollars. Comme le montre le Tableau I, ce sont aux succursales établies au Royaume-Uni et aux Caraïbes qu'on doit la plus grande partie de cette augmentation. Bien qu'on ne dispose pas de données complètes sur les dépôts en euro-dollars canadiens dans les autres banques, on estime que ce marché porte actuellement sur un montant brut de plus de 2 milliards de dollars. De plus, bien que les dépôts en dollars canadiens des non-résidents dans des banques au Canada ne fassent pas à proprement parler partie du marché des dépôts en euro-dollars canadiens, il est intéressant de constater qu'au cours des deux dernières années ces dépôts ont doublé, s'établissant approximativement à 2 milliards de dollars. Sans doute, une partie de ce montant est-elle liée au commerce extérieur et aux investissements étrangers au Canada. De plus, les agences des banques canadiennes

Table I Chartered banks: Canadian dollar deposits and loans booked at foreign branches, agencies and wholly-owned subsidiaries
 Tableau I Banques à chartre : Dépôts et prêts en dollars canadiens - Succursales, agences et filiales à 100% établies à l'étranger

End of period En fin de période	Millions of dollars En millions de dollars									
	United States États-Unis		United Kingdom Royaume-Uni		Caribbean area Région caraïbe		Other countries Autres pays		Total Total	
	Deposits Dépôts	Loans Prêts	Deposits Dépôts	Loans Prêts	Deposits Dépôts	Loans Prêts	Deposits Dépôts	Loans Prêts	Deposits Dépôts	Loans Prêts
1973	7.2	139.7	30.8	81.2	35.6	5.6	17.8	9.8	91.4	236.3
1974	8.4	170.6	34.4	76.2	39.6	7.5	53.6	14.7	136.0	269.0
1975	10.9	141.4	148.6	70.8	81.3	8.0	65.9	31.1	306.7	251.3
1975-I	12.3	170.5	103.8	44.3	55.7	8.0	65.7	13.3	237.5	236.1
II	8.9	158.5	174.5	53.3	59.3	8.0	33.0	11.9	275.7	231.7
III	7.8	155.4	137.3	75.1	58.8	8.2	34.3	15.0	238.2	253.7
IV	10.9	141.4	148.6	70.8	81.3	8.0	65.9	31.1	306.7	251.3
1976-I	7.4	139.2	279.2	71.7	127.7	7.8	69.9	40.5	484.2	259.2
II	9.6	81.7	300.3	70.0	126.6	19.6	63.6	24.6	500.1	195.9

to hold their Canadian dollar deposits in Canada. About one third of the \$1 billion growth in non-resident deposits during the past two years has resulted from increased holdings by foreign official monetary institutions.

Data are not available on the sources and uses of funds in the euro-Canadian dollar market; but, as suggested earlier, the recent interest in this market has undoubtedly reflected in part an increased emphasis on currency diversification on the part of foreign official monetary institutions (particularly those of oil-exporting countries), multinational corporations and other foreign investors. An added incentive has been the relatively high interest rates available on euro-Canadian dollar deposits. The recent sharp acceleration in the growth of euro-Canadian dollar deposits concurrent with the development of a market in euro-Canadian dollar bonds also suggests a close relationship between these two markets. While it is only possible to speculate about the reasons for this, one factor may well be that in the euro-bond market many of the underwriters are large banks who are active in the euro-currency market and able to offer deposit facilities in euro-Canadian dollars. It may be that some of the proceeds of euro-Canadian dollar bonds (or the converted proceeds of other euro-bond issues sold by Canadian borrowers) are invested in euro-Canadian dollar deposits for brief periods before the funds are repatriated to Canada. Canadian dollar balances in Europe would also be used to redeem coupons on euro-Canadian dollar bonds. In addition, investors may well accumulate Canadian dollar balances in Europe in anticipation of euro-Canadian dollar bond issues; and holders of such bonds may choose to reinvest some part of their interest income in euro-Canadian dollar deposits.

à New-York n'étant pas autorisées à accepter sur place de dépôts de résidents américains, les dépôts auxquels donne lieu le fonctionnement de ces agences sont comptabilisés au Canada. Toutefois, la croissance extrêmement rapide au cours des deux dernières années des dépôts des non-résidents au Canada tient probablement des mêmes facteurs qui ont contribué à l'expansion du marché de l'euro-dollar canadien. De fait, certaines banques ont coutume d'inscrire les gros dépôts à leur siège social plutôt qu'à leurs succursales à l'étranger, et certains clients préfèrent aussi que leurs dépôts en dollars canadiens soient détenus au Canada. L'accroissement de 1 milliard de dollars enregistré au cours des deux dernières années au niveau des dépôts des non-résidents est imputable dans la proportion d'un tiers environ à l'accroissement des dépôts des institutions monétaires officielles des pays étrangers.

On ne dispose pas de renseignements précis sur l'origine et l'emploi des fonds recueillis sur le marché de l'euro-dollar canadien; toutefois, comme il a été dit précédemment, l'intérêt qu'a récemment suscité ce marché est sans nul doute dû en partie au désir manifesté par les institutions monétaires officielles de pays étrangers (particulièrement celles de pays exportateurs de pétrole), par les sociétés multinationales et par d'autres investisseurs étrangers de diversifier davantage la composition en devises de leur avoirs. Les taux d'intérêt relativement élevés pratiqués sur le marché de l'euro-dollar canadien ont constitué un attrait supplémentaire. L'accélération rapide de l'accroissement des dépôts en euro-dollars canadiens et le développement parallèle du marché des euro-obligations en dollars canadiens laissent croire qu'il existe des liens étroits entre ces deux marchés. Même si l'on ne peut faire que des conjectures sur les causes de cet état de choses, on peut retenir diverses explications possibles, entre autres le fait que sur le marché des euro-

Regarding the use of funds, data available for the foreign branches of Canadian banks indicate that the growth in their Canadian dollar loans recently has been considerably slower than that of their Canadian dollar deposit liabilities. Funds that are not employed in euro-Canadian dollar assets would be either converted into other currencies before being invested, or repatriated to Canada, usually through the Canadian banking system.

Euro-Canadian dollar bond market

Although Canadian borrowers have made use of the euro-bond market since the late 1950s - indeed the first euro-bond ever issued was sold by a Canadian borrower almost twenty years ago - it was not until May 1974 that a publicly-offered issue was denominated in euro-Canadian dollars. Over the following year a limited number of Canadian dollar bonds were sold; all of these were issued by provincial and municipal governments and their enterprises, as non-governmental borrowers were effectively prevented from tapping the euro-bond market by the 15 per cent non-resident withholding tax. With the removal in June 1975 of this tax on new issues of corporate bonds of five years and over, the euro-bond market became an attractive source of capital for corporate borrowers. While the U.S. market has remained by far the major source of funds for Canadians borrowing abroad, extensive use has been made of the euro-bond market, especially by corporate borrowers, during the past year. Moreover a significant portion of euro-issues have been denominated in Canadian dollars. From the end of June 1975 to September 1976, new issues of euro-Canadian dollar bonds totalled almost \$2 billion (see Chart II), most of which were issued by non-governmental Canadian entities. Although activity in the third quarter of the year was affected by the slowdown in European bond markets associated with the August holiday period, the volume of new issues has recently picked up again.

Other major factors that have contributed to the growth in this market have been the strong demand for funds by Canadians through this period and the favourable cost differential over domestic issues which, in conjunction with a receptive market for Canadian issues, has encouraged borrowers to seek funds abroad.* At the same time borrowers,

obligations les institutions qui souscrivent à forfait sont des grandes banques qui prennent une part active au marché des euro-devises et sont en mesure de recevoir des dépôts en euro-dollars canadiens. Il est possible également qu'une partie du produit de la vente d'euro-obligations en dollars canadiens (ou des dollars canadiens provenant de la vente d'autres euro-obligations par des emprunteurs canadiens) soit déposée pour de courtes périodes dans des comptes en euro-dollars canadiens avant d'être rapatriée au Canada. Les dépôts en dollars canadiens en Europe serviraient également au paiement des coupons d'euro-obligations en dollars canadiens. Il se peut aussi que les investisseurs accumulent en Europe des réserves de dollars canadiens en vue de souscrire ultérieurement à des euro-obligations en dollars canadiens; enfin, il n'est pas impossible que les détenteurs de ces obligations décident ensuite de constituer des euro-dépôts en dollars canadiens avec une partie des intérêts encaissés.

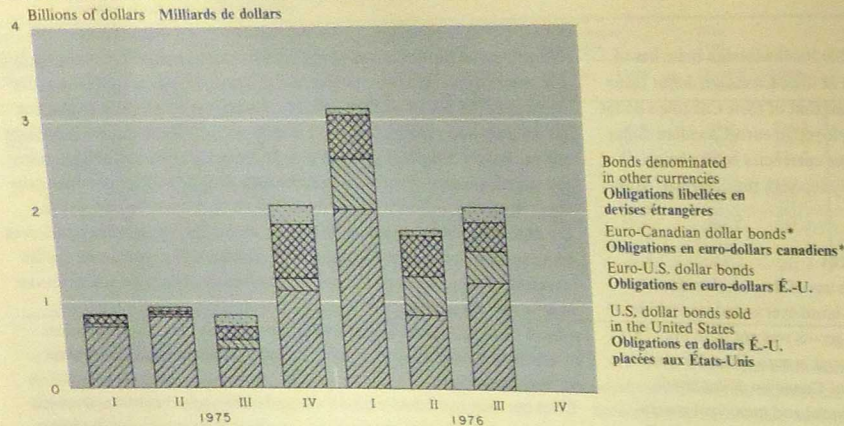
En ce qui concerne l'emploi des fonds, les données relatives aux opérations des succursales étrangères des banques canadiennes indiquent que la croissance de leurs prêts en dollars canadiens a été considérablement plus lente que celle de leur passif-dépôts. Les fonds qui ne sont pas placés dans des avoirs en euro-dollars canadiens seraient donc soit convertis en d'autres devises avant d'être investis, soit rapatriés au Canada, généralement par l'entremise du système bancaire canadien.

Le marché des obligations en euro-dollars canadiens

Bien que les emprunteurs canadiens aient eu recours au marché des euro-obligations dès la fin des années cinquante - de fait ce fut un emprunteur canadien qui, voici bientôt vingt ans, vendit la première euro-obligation - ce n'est qu'en mai 1974 qu'une émission en euro-dollars canadiens a été offerte au public. L'année suivante il s'est vendu sur ce marché un nombre restreint d'obligations en dollars canadiens. La totalité de ces titres avait été émise par des administrations municipales et provinciales et par leurs entreprises, car l'impôt à la source de 15% applicable aux non-résidents empêchait en fait le secteur privé de s'adresser au marché des euro-obligations. En juin 1975 les obligations émises par les sociétés à échéance de 5 ans ou plus ayant été exemptées du paiement de cet impôt, ce marché est devenu pour les entreprises une source intéressante de financement à l'étranger des agents économiques canadiens, ces derniers, notamment les grandes sociétés, n'en ont pas moins fait largement appel au marché des euro-obligations au cours de l'année dernière. De plus, une proportion importante des titres en question

*See: Recent financial developments, Bank of Canada Review, October 1976.

Chart II New bond issues sold abroad by Canadian entities
Graphique II Émissions d'obligations placées à l'étranger par des agents économiques canadiens



* Includes Canadian dollar issues sold in the United States
* Comprend les émissions en dollars canadiens placées aux États-Unis

particularly corporations, have become more concerned about the exchange risk associated with borrowing in foreign currencies. In addition to the greater volatility in exchange rate movements in recent years, particularly vis-à-vis European currencies, the risk of incurring an exchange loss has increased as the level of interest rates has risen and the available term to maturity on new issues has become shorter. The relative cost of funds is, of course, a major factor influencing decisions by borrowers to seek funds in the euro-bond market. Interest rates on new Canadian dollar issues in Europe during the past year and a half have generally been significantly below those in Canada, although a direct comparison is difficult to make because of the differing characteristics of bonds issued in the two markets. The underwriting and other overhead costs involved in floating a euro-bond are of the order of 2 to 2½ per cent compared with 1 to 1½ per cent on a domestic bond. When these factors are taken into account and adjustments are made for differences in term to maturity and frequency of interest payments, it appears that the cost advantage to a Canadian borrower of raising funds in the euro-Canadian dollar bond market has been about ¼ to ½ per cent per annum over the past year. There are other advantages as well: fewer

était libellée en dollars canadiens. De la fin de juin 1975 à septembre 1976, les nouvelles émissions d'obligations en euro-dollars canadiens atteignaient près de 2 milliards de dollars (voir Graphique II) et la plus grande partie des titres émanait d'entreprises canadiennes du secteur privé. Le volume des transactions a été affecté au troisième trimestre de l'année par le fléchissement enregistré par les marchés obligataires européens pendant les vacances du mois d'août, mais le montant des nouvelles émissions a augmenté de nouveau ces derniers temps. Parmi les autres facteurs importants à l'origine de l'expansion de ce marché, il convient de citer la forte demande de financement de la part des Canadiens pendant toute cette période et le coût moins élevé de ces obligations par rapport aux obligations placées au Canada; cet écart entre les coûts, combiné à l'accueil favorable fait aux émissions canadiennes sur les marchés étrangers, a encouragé nos agents économiques à s'adresser à ces sources de financement*. Parallèlement les emprunteurs canadiens, surtout les sociétés, sont devenus plus conscients des risques de change que comporte tout emprunt en devise étrangère. Outre les fluctuations particulièrement fréquentes

* Voir: L'évolution récente de la situation financière, Revue de la Banque du Canada, Octobre 1976.

Table II Gross new bond issues: Provinces, municipalities and corporations
Tableau II Émissions brutes d'obligations: Provinces, municipalités et sociétés

	Millions of Canadian dollars - par value En millions de dollars canadiens - valeur nominale				
	Canadian dollars (issues sold in Canada) Dollars canadiens (émissions placées au Canada)	U.S. dollars (issues sold in the United States) Dollars É.-U. (émissions placées aux États-Unis)	Euro-U.S. dollars (issues sold outside the United States) Euro-dollars E.-U. (émissions placées hors des États-Unis)	Euro-Canadian dollars (issues sold outside Canada) Euro-dollars canadiens (émissions placées à l'étranger)	Other currencies Autres devises
1970	4,423	978	158	-	39
1971	5,568	767	101	7	202
1972	5,521	920	69	3	510
1973	5,504	816	43	-	244
1974	6,242	1,626	244	377	52
1975	8,724	3,142	292	888	346
Jan.-Sept. 1975	6,752	2,018	150	293	158
Jan.-Sept. 1976	2,109	4,264	1,148	1,219	286

regulations have to be satisfied and a shorter lead time is required in raising funds on the euro-bond market. In addition, recourse to the euro-bond market enables borrowers to diversify their sources of funds. This may be an important consideration for some large borrowers who expect to have heavy financing requirements in the future and are faced with a limit on the amount they are able to raise at one time in any single market.

Financial institutions, particularly sales finance companies and trust and mortgage loan companies, have accounted for a significant portion of euro-Canadian dollar issues. The available terms to maturity, generally in the five to ten year range, are particularly well suited to such companies; in addition, as their earnings are based on the spread between borrowing and lending rates and their assets are almost entirely in Canadian dollars, they are vulnerable to the risk associated with borrowing in foreign currencies. As in other markets, investors in euro-bonds discriminate among borrowers and in general bonds issued or guaranteed by financial institutions have been priced to yield somewhat less than industrial bonds; this is also reflected in the secondary market.

From the point of view of the investor, the spread in favour of Canadian domestic bonds has been somewhat wider than the cost differential that faces the borrower, mainly because the higher overhead costs do not enter into the yield calculation for the lender. However a major offset to this yield disadvantage is that all euro-bonds issued by Canadian borrowers contain a clause requiring the borrower either to compensate the lender in full or to redeem the bond in the event the Canadian with-

enregistrées par les taux de change ces dernières années, spécialement par rapport aux monnaies européennes, les risques de perte dues au change ont augmenté à mesure que s'élevaient les taux d'intérêt et que le terme des nouvelles émissions devenait plus court.

Le coût relatif de capitaux est naturellement un des facteurs déterminants dans la décision des agents économiques de recourir au marché des euro-obligations. En général, les taux d'intérêt des nouvelles émissions en euro-dollars canadiens pendant les 18 derniers mois ont été de loin inférieurs à ceux des émissions placées au Canada; mentionnons qu'il est toutefois difficile d'effectuer directement des comparaisons entre ces taux, vu les différences entre ces deux types d'obligations. Les frais de souscription à forfait et les frais généraux dont s'accompagne toute émission d'euro-obligations sont de l'ordre de 2 à 2½%, contre 1 à 1½% pour les obligations placées au Canada. En tenant compte de ces facteurs ainsi que des différences relatives à l'échéance des emprunts et à la fréquence avec laquelle sont versés les intérêts, on voit que l'économie réalisée par l'emprunteur canadien au niveau du coût des obligations en euro-dollars canadiens a néanmoins été l'an dernier de l'ordre de ¼ à ½% par an. Il existe de plus d'autres avantages: les conditions à remplir sont moins nombreuses et le laps de temps nécessaire pour se procurer les fonds est plus court sur le marché des euro-obligations. En outre, le recours à ce marché permet aux emprunteurs de diversifier leurs sources de financement. Cette dernière considération peut être importante pour certains gros emprunteurs qui s'attendent à avoir des besoins de financement considérables et doivent tenir compte, chaque fois qu'ils s'adressent à un marché donné, de la capacité d'absorption de ce dernier.

holding tax is reimposed, a feature that is not available on bonds sold in Canada. In addition, there is an element of convenience in dealing in issues traded in Europe, and yields on euro-Canadian dollar bonds have been high relative to those available on other euro-bonds. As is the case in the market for shorter term assets, an important underlying factor in the recent rapid growth has been the increased interest on the part of investors in diversifying the currency composition of their portfolios.

Since euro-bonds are issued in bearer form it is not possible to trace their ownership. However, the sources of funds invested in euro-Canadian dollar bonds do not appear to be much different from those for euro-bonds in general. Most euro-Canadian dollar bonds are listed on the Luxembourg Stock Exchange and thus qualify as investments for many European banks and their trust accounts. In addition to purchases by these banks, part of which would be on behalf of oil producers, there have been a number of large issues placed privately in the Middle East. Individual European investors, particularly German residents, account for a sizeable portion of the volume. It is also possible that some euro-Canadian dollar bonds find their way into the hands of Canadian residents.

As can be seen in Chart III, the average size and term to maturity of new euro-Canadian dollar bonds issued since mid-1975 have been about in line with the averages for corporate euro-bonds generally. The average issue size has been in the \$25-\$30 million range and the average term to maturity just over 6 years. Very recently there has been a tendency for the term to lengthen somewhat; nevertheless, the average is still much shorter than on Canadian domestic bonds. For example, few euro-bonds have been floated in recent years with a term to maturity greater than ten years. As has already been noted, the average yield on newly offered euro-Canadian dollar bonds has tended to be higher than on other comparable euro-bonds, though somewhat lower than yields on Canadian domestic bonds.

In general, trading in outstanding issues in the euro-bond market has developed along the lines of domestic bond markets in the continental European countries. The bulk of most issues are held to maturity, with relatively few being actively traded beyond three or four months following their initial offering. There have been signs recently that this may be starting to change as more bond dealers are now willing to make a market in outstanding issues, with euro-Canadian dollar bonds among

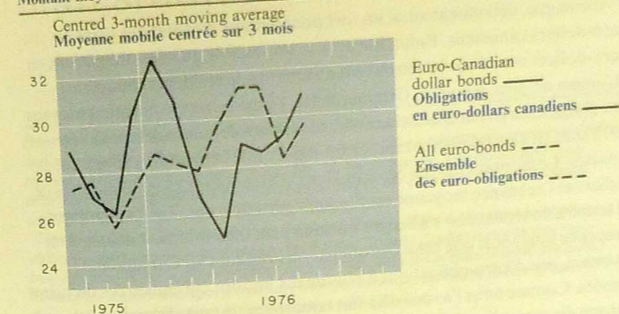
Une proportion importante des titres en euro-dollars canadiens a été émise par les institutions financières, en particulier les sociétés de financement, et les sociétés de fiducie ou de prêt hypothécaire. Le terme de ces obligations – en général de 5 à 10 ans – convient tout particulièrement à ces sociétés; de plus, vu que leurs profits proviennent de l'écart entre les taux débiteurs et créditeurs et que la quasi-totalité de leurs avoirs est libellée en dollars canadiens, ces institutions sont très vulnérables aux risques que comportent les emprunts en devises étrangères. Comme cela se produit sur les autres marchés, les investisseurs établissent des distinctions entre les emprunteurs et en général le cours des obligations émises ou garanties par les institutions financières est fixé de manière à ce que leur rendement soit légèrement inférieur à celui des obligations industrielles; cet état de choses se produit également sur le marché secondaire.

Pour l'investisseur, l'écart qui se dégage en faveur des obligations placées au Canada a été un peu plus grand que la différence de coût qu'enregistre l'emprunteur, principalement du fait que l'investisseur, lui, n'a pas à assumer les frais généraux de l'émission. Cependant, ce désavantage au niveau du rendement pour l'investisseur est compensé dans une large mesure par une clause dont sont assorties toutes les euro-obligations émises par les agents économiques canadiens, savoir l'obligation pour l'emprunteur de dédommager intégralement le prêteur ou de racheter l'obligation au cas où l'impôt mentionné précédemment serait remis en vigueur; cette clause est absente des caractéristiques des emprunts obligataires placés au Canada. En outre, il est pratique d'utiliser des titres négociés en Europe et les taux de rendement des obligations en euro-dollars canadiens ont été élevés comparativement à ceux des autres euro-obligations. Enfin, comme on a pu l'observer sur le marché des titres à plus ou moins court terme, une des causes fondamentales de la croissance enregistrée ces derniers temps a été le désir accru des investisseurs de diversifier la composition en devises de leurs portefeuilles.

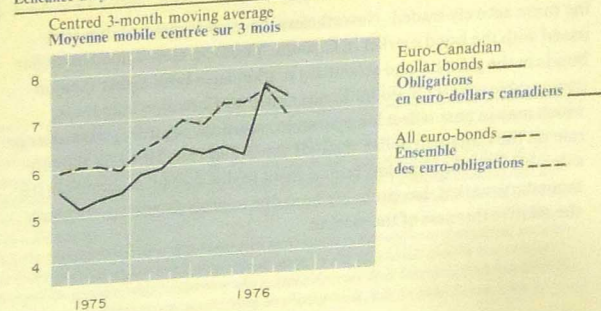
Les euro-obligations étant payables au porteur, il n'est pas possible d'en déterminer les détenteurs. Toutefois, l'origine des fonds investis dans les obligations en euro-dollars canadiens ne semble pas différer beaucoup de celle des autres euro-obligations en général. La plupart des obligations en euro-dollars canadiens sont inscrites à la Bourse du Luxembourg, de sorte qu'elles peuvent entrer dans les portefeuilles des banques européennes et des comptes en fiducie de ces dernières. En plus des obligations vendues à ces institutions, dont une partie a été achetée pour compte de producteurs de pétrole, un certain nombre d'émissions importantes a été placé à titre privé au Moyen-Orient. Divers investisseurs d'Europe, en particulier des résidents

Chart III Characteristics of newly offered corporate euro-bond issues
Graphique III Caractéristiques des euro-obligations récentes des sociétés

Average size, millions of U.S. dollar
Montant moyen des émissions, en millions de dollars É.-U.



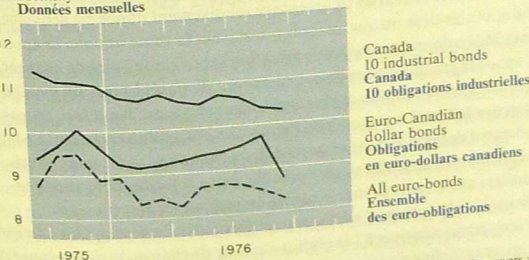
Average term to maturity
Echéance moyenne



Comparison of bond yields
Comparaison des taux de rendement des obligations

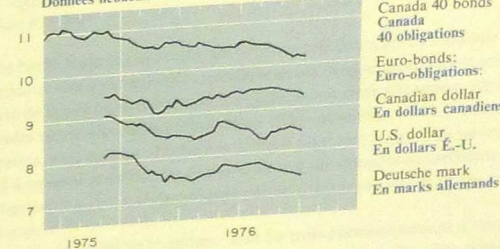
Newly offered corporate bonds*
Obligations récentes des sociétés*

Monthly
Données mensuelles



Secondary market: Canadian borrowers
Marché secondaire: emprunteurs canadiens

Weekly
Données hebdomadaires



* The comparison in the chart does not precisely measure the alternative cost of funds to borrowers as the industrial bond yield average in Canada is calculated from outstanding issues and the data have not been adjusted for differences in terms to maturity or in the cost of underwriting. The yields are, however, calculated on a semi-annual discount basis, in line with the practice used in Canada, although interest is generally paid annually on euro-bonds.

* L'évolution comparée illustrée au graphique ne mesure pas avec précision le coût d'option des fonds pour les emprunteurs, puisque le rendement moyen des obligations industrielles au Canada est calculé à partir de l'encours des titres et que les données n'ont pas été ajustées pour tenir compte des différences relatives à l'échéance des titres ou au coût de l'émission. Cependant, le rendement est calculé sur la base d'un escompte semestriel, comme cela se pratique au Canada, même si l'intérêt sur les euro-obligations est généralement payé une fois l'an.

the more actively traded. Nevertheless the market remains thin compared with the bond market in Canada. Yields on euro-Canadian dollar bonds in the primary and secondary market have been higher than on comparable euro-U.S. dollar bonds issued by Canadian borrowers, which may in part reflect longer-run expectations regarding the exchange rate on the Canadian dollar vis-à-vis the U.S. dollar. However the considerable volatility that has been evident in this spread, especially in the secondary market, has probably been due to other factors, particularly the relative thinness of the market.

d'Allemagne, détiennent aussi un fort pourcentage du total des titres en euro-dollars canadiens. Enfin, il n'est pas impossible que des obligations en euro-dollars canadiens se retrouvent aux mains de résidents canadiens.

Comme on peut le voir au Graphique III, l'échéance et le montant moyens des obligations en euro-dollars canadiens émises depuis le début de l'été 1975 sont en général comparables à ceux des autres euro-obligations des sociétés. Le montant moyen des émissions se situe entre 25 et 30 millions de dollars et l'échéance moyenne est d'un peu plus de 6 ans. Tout récemment, le terme a eu tendance à s'allonger quelque peu; néanmoins, il demeure en moyenne plus court que celui des obligations vendues au Canada. Par exemple, peu d'euro-obligations à plus de dix ans ont été émises ces dernières années. Comme nous l'avons déjà fait remarquer, le taux de rendement moyen des nouvelles obligations en euro-dollars canadiens placées ces derniers temps a eu tendance à dépasser celui des euro-obligations comparables, mais il a été un peu plus faible que celui des obligations placées au Canada.

En général, les marchés secondaires d'euro-obligations ont connu une évolution comparable à celle des marchés d'obligations intérieures des pays d'Europe continentale. Dans la plupart des cas, le gros des titres est détenu jusqu'à l'échéance et seul un pourcentage relativement mince est activement négocié après les trois ou quatre mois qui suivent la vente initiale. D'après certaines indications récentes, cette situation serait sur le point de changer, vu qu'un assez grand nombre de courtiers sont disposés à créer un marché pour les titres en circulation le plus activement négociés. Toutefois, ce marché demeure faible en comparaison du marché obligataire canadien. Le taux de rendement des obligations en euro-dollars canadiens sur le marché primaire et le marché secondaire a été plus élevé que celui des obligations en euro-dollars américains de même nature émises par les emprunteurs canadiens. Ce phénomène s'explique peut-être partiellement par les attentes à plus long terme relatives à l'évolution du taux de change du dollar canadien par rapport au dollar américain. Cependant l'instabilité considérable qu'a affiché l'écart entre ces taux de rendement, surtout sur le marché secondaire, est probablement imputable à d'autres facteurs, particulièrement au caractère relativement restreint du marché.

Staff studies

From time to time the Bank of Canada issues staff research studies and technical reports dealing primarily with questions of professional interest to economists engaged in applied research. A summary of the latest study, No. 12, appears below. Persons wishing to receive this report may obtain single copies by writing to the Distribution Section, 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 and reports that have been published are carried in the list of other Bank of Canada publications in the back pages of the Review.

Staff Research Study 12 The demand for money in Canada and the control of monetary aggregates: Evidence from the monthly data

William R. White

This study is an investigation of the nature of demand for money functions in Canada, with a view to providing information relevant to the implementation of monetary policy. The econometric work is based on monthly data for the period March 1959 to September 1974. The major focus, however, is on the shorter period from November 1968 to September 1974 in order to use only data that reflect the structural changes that followed the Bank Act revision of 1967.

The study is in six parts. After the first three introductory parts, the author turns in part 4 to the estimation of a traditionally specified demand for narrow money function and to an investigation of its properties. In part 5 he is concerned with alternative estimates of demand for money functions and the merits of alternative money aggregates as intermediate targets of monetary policy. His conclusion is that the monetary authority should focus on narrow money aggregates as opposed to broad money aggregates. Various other issues pertaining to the specification and estimation of demand for money functions are also raised.

In part 6 the author considers two ways in which the estimated demand for narrow money function might be adopted by policymakers. First, he

Travaux de recherche

La Banque du Canada publie de temps à autre des travaux de recherche et des rapports techniques portant sur des sujets très spécialisés, qui intéressent principalement les économistes se consacrant à la recherche appliquée. Le texte qui suit donne un aperçu de l'étude n° 12, publiée tout récemment. Les intéressés peuvent en obtenir le texte intégral en adressant une demande écrite à la Section de la diffusion des publications, 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 les auteurs, mais comportent une préface dans les deux langues officielles. Les titres de travaux et rapports parus sont indiqués chaque mois, à la fin de la Revue, sous la rubrique «Autres publications de la Banque du Canada».

Travail de recherche N° 12 La demande de monnaie au Canada et le contrôle des agrégats monétaires

William R. White

Cette étude porte sur la nature des fonctions de demande de monnaie au Canada et vise à recueillir des renseignements propres à faciliter la mise en œuvre de la politique monétaire. La partie économétrique repose sur les données mensuelles de la période mars 1959 - septembre 1974. L'auteur, toutefois, s'est surtout attaché à la période plus courte qui va de novembre 1968 à septembre 1974, afin de n'utiliser que des données qui reflètent les changements structurels provoqués par la révision en 1967 de la Loi sur les banques.

L'étude comprend six chapitres, dont les trois premiers servent d'introduction. Au chapitre 4, l'auteur procède à l'évaluation de la fonction traditionnelle de demande de monnaie au sens étroit du terme et à une étude des propriétés de cette fonction. Au chapitre 5, il examine des variantes de la fonction de demande de monnaie et étudie les mérites d'autres agrégats monétaires en tant qu'objectifs intermédiaires de la politique monétaire. Il en arrive à la conclusion que les autorités monétaires devraient concentrer leur attention sur les agrégats monétaires au sens étroit plutôt que sur les agrégats monétaires au sens large. Plusieurs autres questions ayant trait à la spécification et à l'estimation des fonctions de demande de monnaie sont également abordées dans ce chapitre.

looks into the possibility of using the estimated demand for money function in association with observed money figures and interest rate figures to provide a current indicator of changes in nominal income. Second, he examines the possibility of exerting some short-run influence over the growth rate of narrow money, considered as a potential intermediate target of monetary policy, through manipulation of short-term interest rates. These procedures involve utilizing the relationship between money, income, and interest rates summarized in the estimated demand for money function.

The work reported in this study was completed before the revised national accounts statistics were published in June 1976. Preliminary investigations indicate that these data revisions would not change the major conclusions reached here. Upward revision of the estimates for nominal and real gross national expenditure back to 1970 does, however, imply a general decline in the estimated elasticity of the demand for money.

Au chapitre 6, l'auteur examine deux manières dont les responsables de la politique pourraient utiliser la fonction estimée de demande de monnaie au sens étroit. Dans le premier cas, il envisage la possibilité d'utiliser la fonction de demande de monnaie, conjointement avec les chiffres relatifs à la masse monétaire et aux taux d'intérêt, comme indicateur des variations du revenu nominal. Dans le deuxième cas, il envisage la possibilité de modifier les taux d'intérêt à court terme afin d'influencer à brève échéance le taux de croissance de la monnaie au sens étroit, lequel est considéré comme cible intermédiaire possible de la politique monétaire. Ces choix impliquent une utilisation de la relation qui existe entre la monnaie, le revenu et les taux d'intérêt, telle qu'elle a été estimée dans les fonctions de demande de monnaie.

Les travaux réunis dans cette étude avaient déjà pris fin lors de la publication en juin 1976 des nouvelles statistiques des comptes nationaux. Les premières analyses effectuées ne semblent pas contredire les principales conclusions de l'étude. Néanmoins, la révision à la hausse, à partir de 1970, des données estimatives de la dépense nationale brute en termes nominaux et en termes réels implique une baisse de l'élasticité estimée de la demande de monnaie.

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:

Dominion of Canada Gold \$10 1912

During the first 40 years of its existence, the Dominion of Canada had no gold coinage of its own although various foreign gold coins, notably British sovereigns and several United States denominations, were used. Late in the reign of Edward VII the government decided Canada should have its own gold coinage and the initial steps for the production of \$2 1/2, \$5, \$10 and \$20 pieces were taken. George V, however, was on the British throne by 1912 when the first Canadian gold coins were actually produced for circulation. From 1912 to 1914, coins were produced and issued but only in the \$5 and \$10 denominations. Many of these coins were held in the government's gold reserve and did not circulate as the public need for them proved to be slight. Eventually it was decided that gold bars were a more convenient form in which to hold government gold stocks and since 1914 no gold coins have been struck for circulation except in 1967 and in 1976, when special commemorative pieces were made for collectors. The attractive designs for the reverses of the 1912-14 coins feature the coat of arms of the Dominion, containing the arms of Ontario, Quebec, Nova Scotia and New Brunswick, which was in use from Confederation until 1921. The arms are surrounded by maple leaves. The coin illustrated on the cover is part of the Bank of Canada's National Currency Collection.

Photography by J. A. Haxby, Bank of Canada.

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.
CN ISSN 0045-1460

Couverture:

Pièce de \$10 en or du Dominion du Canada (1912)

Au cours de ses 40 premières années d'existence, le Dominion du Canada ne procéda à aucune émission de pièces d'or; toutefois un certain nombre de pièces d'or étrangères, notamment des souverains britanniques et différentes pièces des États-Unis, circulèrent au Canada pendant cette période. Vers la fin du règne d'Edouard VII, le gouvernement décida que le Canada aurait ses propres pièces d'or et entreprit les démarches nécessaires pour faire frapper des pièces de \$2 1/2, \$5, \$10 et \$20. Mais en 1912, au moment de la frappe des pièces destinées à la circulation, le royaume britannique avait déjà un nouveau roi en la personne de George V. De 1912 à 1914, seulement deux types de pièces furent émises, celles de \$5 et celles de \$10. Un grand nombre de ces pièces ne furent jamais mises en circulation et restèrent dans la réserve d'or du gouvernement, étant donné la faiblesse de la demande qu'elles devaient satisfaire. On en vint avec le temps à la conclusion qu'il était beaucoup plus commode de maintenir la réserve d'or sous forme de lingots, et depuis 1914 aucune pièce destinée à la circulation n'a été frappée, sauf en 1967 et en 1976, où des pièces commémoratives furent émises à l'intention des collectionneurs. Le revers des pièces frappées entre 1912 et 1914 porte un très joli dessin où figurent, au milieu de feuilles d'érable, les armoiries du Dominion formées jusqu'en 1921 des blasons du Québec, de l'Ontario, de la Nouvelle-Écosse et du Nouveau-Brunswick. L'échantillon reproduit en couverture fait partie de la Collection nationale de monnaies.

Photographie: J. A. Haxby, Banque du Canada

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.
CN ISSN 0045-1460

Remarks by G. E. Freeman, Deputy Governor of the Bank of Canada

To the Banking Symposium sponsored by the Canadian Council of Financial Analysts and the Association of Canadian Bank Analysts, Toronto, 23 November 1976.

A year ago, the Governor of the Bank of Canada indicated publicly for the first time the approximate limits of a range within which the Bank was then endeavouring to keep the trend rate of increase of the money stock. Mr. Bouey also indicated that this range would have to be lowered gradually over coming years for monetary policy to be consistent with the national objective of gradually bringing down the rate of inflation over time.

These statements reflected an important shift of emphasis both in the general orientation of Canadian monetary policy and in the usual manner of describing its objectives. It would be too much to claim, however, that there was anything unique or even very original about these particular innovations in the Bank of Canada's policy approach. Experimental innovation with money growth targets as operating guides for monetary policy had already been underway for some time in the United States and Germany, and more recently targets of the same general character have been adopted in a growing number of other industrial countries.

Before examining some of the technical problems involved in the pursuit of monetary growth targets, it is reasonable to ask what central banks are hoping to achieve in terms of improved policy performance by following an approach of this kind.

The main hope, surely, is better protection against the risk that monetary policy will turn out to be systematically biased in an inflationary direction through well-intentioned over-reactions to a succession of short-run problems. For many years there has been a tendency to think of monetary policy almost exclusively in terms of its short-run impact on the level of interest rates, the level of the exchange rate and the level of

Allocution prononcée par M. G.E. Freeman, Sous-Gouverneur de la Banque du Canada

au Symposium sur la banque tenu sous les auspices du Canadian Council of Financial Analysts et de l'Association of Canadian Bank Analysts à Toronto, le 23 novembre 1976.

Il y a un an, le Gouverneur de la Banque du Canada, M. Bouey, exposait pour la première fois en public les limites approximatives à l'intérieur desquelles la banque centrale s'efforçait de maintenir le taux tendanciel de croissance de la masse monétaire. M. Bouey avait alors ajouté que la fourchette visée devrait être abaissée progressivement au cours des années à venir pour que la politique monétaire demeure compatible avec l'objectif national de réduction graduelle du taux d'inflation.

Les déclarations faites à cette occasion témoignaient, au niveau des méthodes, d'une modification importante dans l'orientation globale de la politique monétaire du Canada et dans la façon habituelle d'en formuler les objectifs. Il serait cependant exagéré de prétendre que les innovations apportées à l'approche de la Banque du Canada étaient uniques en leur genre ou même très originales. En effet, depuis quelque temps déjà les États-Unis et l'Allemagne utilisaient des objectifs en matière d'expansion monétaire comme éléments de base dans la formulation de la politique monétaire, et on voit depuis peu un nombre croissant d'autres pays industrialisés élaborer leur stratégie en fonction d'objectifs analogues.

Il n'est pas sans intérêt de se demander, avant d'examiner les problèmes techniques que pose la poursuite d'objectifs définis en termes d'expansion monétaire, à quoi les banques centrales qui adoptent ce type d'approche s'attendent au plan de l'efficacité de la politique monétaire. Sans aucun doute, elles espèrent d'abord réduire ainsi le risque que la politique monétaire ne s'engage systématiquement dans une voie inflationniste, par suite de décisions, bien intentionnées mais trop énergiques, prises pour résoudre une série de problèmes à court terme. Pendant de nombreuses années, on a eu tendance à poser les problèmes liés à la politique monétaire en

employment, to the neglect of its longer-run impact on the trend of prices and, indeed, on public confidence in the value of money itself. The course of events throughout the world over the past decade has exposed the dangers of taking too short-sighted a view of the consequences of monetary policy. The renewed emphasis that is now being put on how rapidly the quantity of money is being expanded over time marks a return to fundamentals in the way many countries are approaching the task of discretionary monetary management.

It is also hoped, of course, that a policy orientation geared to the longer run objective of preserving the value of money can also improve the performance record of monetary policy in helping to avoid short-run cyclical instability in aggregate levels of demand and economic activity. The pursuit of reasonably stable rates of monetary growth is seen not just as a means of halting and reversing the drift into accelerating inflation over the longer term, but also as a means of ensuring that short-run upswings or downswings in demand lead automatically to contra-cyclical changes in credit conditions. In other words, it is hoped to gain better protection against the risk that monetary policy may fall into a pro-cyclical 'go-stop' pattern.

What are the practical problems a central bank must face up to in seeking to realize these potential policy gains through the pursuit of a monetary growth target of one sort or another?

It must, to begin with, choose from among a number of possibilities the particular monetary aggregate or combination of aggregates it proposes to take as its target. The aggregate it chooses to focus on must be one whose rate of growth the central bank can in fact control in a reasonably prompt and predictable manner through the exercise of the technical powers it has at its disposal. The aggregate must also be one whose behaviour over time is itself related in a reasonably well-understood and predictable manner to the behaviour of gross national expenditure. Otherwise, controlling its growth rate could provide no assurance that monetary action was helping to keep the trend rate of aggregate demand growth within desired limits, and the target would make little economic sense.

The next question to be decided is at what rate, or within what range of rates, it would seem reasonable to try to keep the chosen monetary aggregate growing over the near-term, given the current inflation rate and level of capacity utilization in the economy. How rigidly or flexibly

tenant compte presque exclusivement des répercussions à court terme sur les taux d'intérêt, sur le cours du change et sur le niveau de l'emploi. Ainsi, on était porté à en négliger les effets à long terme sur la tendance des prix et, de ce fait, sur la confiance qu'inspire la valeur de la monnaie elle-même. Les événements survenus de par le monde au cours de la dernière décennie ont démontré les dangers que comportent les analyses à trop courte vue des conséquences de la politique monétaire. Le fait que l'attention se concentre de nouveau sur le rythme de croissance de la quantité de monnaie marque dans de nombreux pays un retour aux principes de base en ce qui concerne la façon d'envisager la gestion monétaire.

En outre les banques centrales espèrent bien entendu qu'à la faveur d'une politique monétaire orientée vers la poursuite de l'objectif à long terme consistant à préserver la valeur de la monnaie, il sera plus facile d'éviter les fluctuations cycliques de la demande globale et de l'activité économique. Elles voient dans la recherche de taux de croissance raisonnablement stables non seulement un moyen de contrer ou de renverser à long terme la tendance à une accélération de l'inflation, mais encore un moyen d'assurer que les augmentations ou diminutions passagères qu'enregistre la demande provoquent automatiquement des variations stabilisatrices de la conjoncture du crédit. Autrement dit, on espère ainsi mieux se couvrir contre le risque de voir la politique monétaire entraînée périodiquement dans le processus déstabilisateur de progression par à-coups, caractérisé par des démarrages et des arrêts successifs.

Sur le plan pratique, à quels problèmes doit s'attaquer une banque centrale qui poursuit un objectif de croissance monétaire quel qu'il soit, si elle veut profiter des avantages éventuels mentionnés précédemment?

Pour commencer, disons qu'elle doit choisir l'agrégat monétaire précis ou la combinaison d'agrégats en fonction desquels elle se propose de définir son objectif. Son choix devra se porter sur un agrégat dont elle peut en pratique contrôler la croissance de façon assez rapide et prévisible, en utilisant les pouvoirs techniques dont elle dispose. De plus, il s'agira d'un agrégat dont le comportement dans le temps est lui-même lié d'une manière relativement bien connue et prévisible à celui de la dépense nationale brute. Autrement, le contrôle du rythme de croissance de cet agrégat ne saurait garantir que les mesures monétaires aideront à maintenir le taux tendanciel de croissance de la demande globale dans les limites souhaitées et l'objectif fixé serait dénué de sens au point de vue économique.

La décision suivante concerne le taux ou les taux limites qu'il semblerait

should the central bank try to adhere to this desired growth rate over relatively short periods? How frequently should the target rate of growth be revised, and what relationship should these changes in the target rate bear to longer run objectives on the one hand, and to short-run cyclical developments on the other? Finally, what precautions should a central bank take against the risk of being seriously misled in its conduct of monetary policy by the behaviour of monetary aggregates, whether because of undetected measurement error in the available monetary statistics, innovations in institutional practices that alter the aggregates normal relationship with national income, or other unforeseen developments?

Let me say a few words about where things stand at present at the Bank of Canada in its efforts to resolve some of these difficult questions.

The first point I want to make is that in Canada, as in almost every other country I can think of, the control mechanism available to the central bank does not provide a direct means for determining at all precisely the rate of growth of almost any of the commonly-used monetary aggregates, especially over periods as short as a few weeks or months. The reality is that in Canada cash reserve requirements are calculated from a lagged deposit base, that substantially different minimum reserve ratios apply to demand deposits on the one hand and to notice and time deposits on the other, and that both the composition and the over-all magnitude of the deposit expansion resulting from a given injection of cash reserves will vary depending on the particular rates of interest offered on the differing types of chartered bank deposits and on their close non-bank substitutes. Under these conditions, it is simply not possible for the Bank of Canada to increase the supply of central bank cash at some predetermined rate and thereby be in a position to predict, even within uncomfortably broad limits, what short-run rates of increase in M₁, M₂ or any other M will result.

Of the various possible M's whose trend rate of growth the Bank of Canada might wish to keep within predetermined limits, the one over which it does seem able to exert a significant degree of predictable control reasonably quickly — although by rather indirect methods — is M₁ (currency and demand deposits). It is true that this is a relatively narrow definition of the money supply, limited essentially to transactions balances. It is also the case, however, that down through the years the growth rate of these transactions balances appears to have been related

raisonnable d'assigner dans l'immédiat à la croissance de l'agrégat monétaire choisi, compte tenu du taux d'inflation et du taux d'utilisation de la capacité de production de l'économie. Dans quelle mesure la banque centrale devra-t-elle, sur des périodes relativement courtes, faire preuve de rigidité ou de souplesse face au taux de croissance désiré? Avec quelle fréquence doit-elle réviser l'objectif fixé et quels rapports devraient exister entre les modifications apportées au taux visé et les objectifs à long terme d'une part et les développements cycliques à court terme d'autre part? Enfin, de quel type de précautions une banque centrale doit-elle s'entourer dans la poursuite de sa politique monétaire pour éviter d'être induite en erreur par le comportement des agrégats monétaires, que ce soit en raison d'erreurs de mesure insoupçonnées dans les statistiques monétaires disponibles, par suite d'innovations dans les pratiques institutionnelles entraînant une modification de la relation normale entre les agrégats choisis et le revenu national ou enfin à cause d'autres développements imprévus?

Permettez-moi de vous dire brièvement où en est la Banque du Canada dans ses efforts en vue de résoudre quelques-uns de ces épineux problèmes.

Je voudrais tout d'abord souligner le fait qu'au Canada, comme dans la plupart des pays qui me viennent à l'esprit, le mécanisme de contrôle dont dispose la banque centrale ne fournit pas de moyens directs permettant de déterminer avec un tant soit peu de précision le rythme de croissance d'aucun des agrégats monétaires courants, surtout lorsqu'il s'agit de périodes de quelques semaines ou de quelques mois seulement. Au Canada, le problème comporte divers aspects: les réserves-encaisse obligatoires sont calculées à partir des dépôts détenus pendant une période déjà écoulée; les coefficients de réserve sont sensiblement différents selon qu'ils s'appliquent aux dépôts à vue d'une part, aux dépôts à terme ou à préavis d'autre part; enfin, le type et l'ampleur de la croissance des dépôts résultant d'une injection de réserves-encaisse dans le système bancaire varie selon les taux d'intérêt versés sur les différents types de dépôts dans les banques ou dans les institutions parabancaires. Dans ces conditions, la Banque du Canada est incapable d'élever l'offre de réserves et de billets d'un montant donné et d'être en mesure de prévoir, même de façon très approximative, les taux d'accroissement de M₁, de M₂ ou de tout autre agrégat monétaire qui en résulteront. Des divers agrégats monétaires dont la Banque du Canada voudrait maintenir le taux de croissance tendanciel à l'intérieur de limites préétablies, il en est un dont elle semble pouvoir — bien que par des moyens plutôt indirects — contrôler assez bien l'évolution et dans des délais assez courts; il s'agit de M₁

in a reasonably systematic manner both to the growth rate of money GNE and, in some degree, to changes in the level of short-term interest rates, which reflect the opportunity cost of holding these typically non-interest-bearing balances.

To the Bank of Canada it was this combination of characteristics that suggested the possibility of using the trend rate of increase of M1 not only as an indicator of the general thrust of monetary policy, but also as a target in terms of which its policy objectives might be set and implemented. In essence, the *modus operandi* involved is as follows.

At times when M1 is growing within its target range, the central bank regulates the supply of cash reserves to the banking system in such a way as to offer resistance to any major upward or downward pressure on the prevailing structure of money market interest rates. So long as the general level of short-term interest rates remains substantially unchanged, the observed trend rate of increase of M1 should, in normal circumstances, broadly reflect the associated trend rate of increase of money GNE. Thus so long as M1 growth remains more or less on its desired track, the presumption is that the growth of aggregate demand in the economy is probably doing the same.

If the growth rate of M1 should begin to exceed the upper limit of the central bank's target range for any length of time, this could well be a signal that demand growth in the economy was becoming undesirably rapid. The central bank could then supply cash reserves to the banking system more sparingly, and the resulting scramble for cash on the part of the banks would drive short-term interest rates to progressively higher levels. The upward movement of interest rates would serve to restrain the growth of M1 in the short-run by making these non-interest bearing money balances less attractive to hold, and it would at the same time feed back on private spending decisions and thus, in due course, tend to slow down the undesirably rapid growth rate of money GNE as well.

The opposite sequence of events – a sufficient weakening of demand growth in the economy to reduce M1 growth below target – would serve as a signal to the central bank to ease the supply of cash reserves to the banking system and induce a decline in short-term interest rates great enough to bring the growth rates of M1 and nominal GNE back up to acceptable levels.

This over-simplified account of how the pursuit of a monetary growth target affects the way the Bank of Canada conducts monetary policy

(monnaie hors banques et dépôts à vue). Il est vrai que cet agrégat correspond à une définition de la masse monétaire plutôt étroite puisqu'il se limite essentiellement aux encaisses de transaction. Cependant il est également vrai qu'au fil des ans, la croissance de ces encaisses a maintenu, semble-t-il, une relation assez systématique avec celle de la D.N.B. en termes nominaux et aussi, jusqu'à un certain point, avec les variations des taux d'intérêt à court terme, qui traduisent le coût d'option lié à ces avoirs non productifs d'intérêts.

C'est cet ensemble de caractéristiques qui a suggéré à la Banque du Canada l'idée d'utiliser le taux tendanciel de croissance de M1 non seulement comme indicateur de la vigueur générale de la politique monétaire, mais également comme cible en fonction de laquelle la Banque définirait et poursuivrait les objectifs de sa politique monétaire. En gros, le mécanisme fonctionne de la manière suivante.

Lorsque le taux de croissance de M1 se situe à l'intérieur de la fourchette qui lui est assignée, la banque centrale régleme le niveau des réserves-encaisse mises à la disposition du système bancaire de façon à contrer toute pression importante à la hausse ou à la baisse sur la structure des taux d'intérêt du marché monétaire. Tant que le niveau général des taux d'intérêt à court terme change peu, le taux tendanciel de croissance observé de M1 devrait, dans des circonstances normales, refléter largement le taux tendanciel d'accroissement de la D.N.B. en termes nominaux. Ainsi, tant que la croissance de M1 reste plus ou moins dans les limites fixées, on présume que la croissance de la demande globale en fait autant.

Si le taux de croissance de M1 tend à dépasser pendant un certain temps la limite supérieure de la fourchette assignée par la banque centrale, cela pourrait indiquer que la demande globale commence à croître à un rythme trop rapide. La banque centrale peut alors décider de fournir des réserves-encaisse au système bancaire avec plus de parcimonie, de sorte que la concurrence qui se livrent les banques pour se procurer des fonds fasse augmenter progressivement les taux d'intérêt à court terme. La hausse des taux d'intérêt aurait pour effet de ralentir à court terme la croissance de M1 en diminuant l'attrait des avoirs monétaires non productifs d'intérêts, influencerait en même temps sur les dépenses du secteur privé et partant tendrait à faire ralentir la croissance trop rapide de la D.N.B. en termes nominaux.

Inversement, si la croissance de la demande enregistre un fléchissement assez sensible pour faire tomber le taux de croissance de M1 au-dessous de la limite inférieure de la fourchette visée, la banque centrale saura qu'elle doit

would be much the same whether the focus of attention was on M1 or on some more broadly-defined aggregate. The main difference would be that substantially larger upward and downward swings in interest rates would necessarily be involved in controlling the growth rate of any broad aggregate that included most or all of the chartered banks' interest-bearing savings and fixed-term deposits. This is because the public's demand for time deposits tends to be much less responsive to a change in market interest rates than is its demand for M1, balances given the fact that when market rates change the interest return offered on time deposits is normally adjusted as well.

It can be argued, of course, that the pursuit of a money supply target requiring considerably sharper swings in interest rates than are needed for controlling M1 would make monetary policy that much more efficient in combating undesired short-run fluctuations in the level of aggregate demand. Perhaps so, but to my mind this would also be a considerably riskier approach to the problem of short-run economic stabilization, particularly in an open economy. The time lags involved in the response of aggregate demand to changes in interest rates appear to be fairly long, so that in the case of short-run disturbances affecting the level of demand in Canada that happen to be quite transitory and essentially self-reversing, there is an obvious danger that too strong an interest rate response could end up by increasing the degree of instability in the economy rather than reducing it.

Not only do broadly-defined monetary aggregates typically respond much less sensitively than M1 to interest rate changes, but it is also the case that their trend rates of growth in relation to that of GNE are normally quite a bit higher. In spite of these differences, and although they all have their problems and must be interpreted with considerable caution, all of these money supply measures contain a certain amount of useful information and are thus worth watching.

I do not propose to discuss in any detail how the Bank of Canada arrives at its judgments from time to time about the particular range of M1 growth rates that might constitute an appropriate target in the immediate circumstances. The main point to bear in mind, however, is that in making such judgments, a central bank must take into account not just the rate of monetary growth it would like to end up with somewhere in the future, but also the recent and current rate of monetary growth that it starts from, which may well be a good deal higher. In general, the

adopter une politique visant à accroître les réserves-encaisse qu'elle met à la disposition du système bancaire et provoquer ainsi une baisse des taux d'intérêt suffisante pour ramener les taux de croissance de M1 et de la D.N.B. en termes nominaux à des niveaux acceptables.

Cet exposé, simplifié à outrance, de la façon dont la poursuite de certains objectifs de croissance monétaire influence la politique monétaire de la Banque du Canada ne changerait pas beaucoup si, au lieu de suivre l'évolution de M1, nous choissions de suivre celle d'un agrégat plus large. La principale différence résiderait dans le fait qu'il serait nécessaire de recourir à des ajustements à la hausse ou à la baisse beaucoup plus importants des taux d'intérêt pour contrôler la croissance de tout agrégat comprenant la plupart ou l'ensemble des dépôts d'épargne productifs d'intérêts ou des dépôts bancaires à terme fixe. La raison en est que la demande de dépôts à terme par le public semble beaucoup moins sensible aux variations des taux d'intérêt du marché que la demande de M1, car en général lorsque les taux du marché changent, l'intérêt versé sur les dépôts à terme s'ajuste en conséquence.

On pourrait objecter, bien entendu, que le contrôle d'un agrégat exigeant des variations des taux d'intérêt beaucoup plus marquées que celles nécessaires pour contrôler M1 permettrait de mieux contrôler les fluctuations indésirables de la demande globale. Peut-être! mais cette manière d'aborder le problème de la stabilité économique à court terme me paraît comporter des risques bien plus grands, surtout dans une économie ouverte comme la nôtre. Les décalages avec lesquels la demande globale réagit à une modification des taux d'intérêt semblent assez longs de sorte que dans les cas de perturbation de nature assez transitoire et essentiellement auto-correctrice qui affectent à court terme la demande au Canada, il est évident qu'une réaction trop forte au niveau des taux d'intérêt risque de se solder par un accroissement plutôt que par une diminution de l'instabilité économique.

Non seulement les agrégats monétaires au sens large sont beaucoup moins sensibles que M1 aux variations des taux d'intérêt, mais leur taux tendanciel de croissance est en général passablement supérieur à celui de la D.N.B. En dépit de ces différences et malgré le fait que tous ces agrégats monétaires soulèvent des problèmes et que leur évolution doit être interprétée avec beaucoup de précaution, il reste qu'ils offrent d'utiles renseignements et méritent d'être surveillés.

Je n'ai pas l'intention de parler de la façon dont la Banque du Canada détermine de temps à autre les taux limites qui lui paraissent appropriés selon les circonstances. Ce qu'il ne faut pas oublier, toutefois, c'est qu'en se fixant

Bank of Canada has tried to avoid large, abrupt reductions in the recent trend of monetary growth because of the potentially disruptive effects this might have on economic activity. At the same time, however, it has been acutely aware of the need to maintain at least a gradual continuing movement over a period of years toward lower rates of monetary growth and inflation.

Finally, a word or two about the dangers of being seriously misled by relying on the growth rates of monetary aggregates for policy guidance. No one who has closely followed the behaviour of these statistical measures of the money supply over a period of years can be under any illusion about the degree to which they can safely be taken at face value. We have seen from our own experience here in Canada, for example, the major distortions that an unforeseen and extraneous disturbance like a postal strike can introduce into the money supply series. Over the past year and a half in the United States, to give another example, there seems to have been a large and only partially understood shift in the historical relationship between the growth of narrowly-defined money, national income and interest rates. Like any other statistical series, the available money supply measures in Canada and in other countries are prone to new as well as existing sources of measurement error, together with the chronic difficulties of applying appropriate techniques of seasonal adjustment. It is therefore only common prudence that a central bank should constantly check the apparent signals being given out by any one monetary aggregate against those being given out by other aggregates, together with whatever information it can glean from the wide variety of current economic indicators now available, and from other relevant sources. Frequent up-dating of econometric estimates of the demand for money can provide evidence bearing on whether, and to what extent, the basic relationships underlying the central bank's monetary growth targets appear to be shifting. A proper sense of caution coupled with a certain amount of judgment and common sense are essential requirements for a policy approach that relies to any important extent on monetary aggregates.

This brings me to the end of my remarks. As I think I have indicated, the use of monetary growth targets by central banks is a comparatively recent innovation, and no doubt the present state of the art is capable of further development in the light of experience. There are a lot of problems that have not yet been resolved entirely satisfactorily, and only

un tel objectif, une banque centrale doit tenir compte non seulement du taux d'expansion monétaire qu'elle voudrait atteindre à un moment donné, mais également du taux récent d'expansion d'où elle doit partir, lequel peut être bien plus élevé que celui qui a été fixé comme objectif. En général, la Banque du Canada a essayé d'éviter de réduire de façon brutale le taux tendanciel d'expansion monétaire en raison des effets perturbateurs qu'une telle politique pourrait avoir sur l'activité économique. En même temps, elle a toujours été hautement consciente de la nécessité de modérer, au moins de façon constante et graduelle au cours des années à venir, le rythme d'expansion monétaire et le taux d'inflation.

Enfin, j'ajouterai quelques mots sur les dangers que comporterait une politique fondée exclusivement sur le taux de croissance des agrégats monétaires. Tous ceux qui ont suivi de près le comportement des statistiques de la masse monétaire au fil des ans savent bien jusqu'à quel point ils ne peuvent s'y fier complètement. Ici au Canada, nous avons observé, par exemple, l'ampleur des distorsions qu'un facteur imprévu et d'origine exogène comme une grève des postes pouvait provoquer dans les statistiques de la masse monétaire. Au cours des 18 derniers mois aux États-Unis, pour donner un autre exemple, un changement considérable, qui n'a pas été expliqué de façon satisfaisante, s'est apparemment produit dans la relation traditionnelle existant entre la croissance de la masse monétaire au sens étroit, le revenu national et les taux d'intérêt. Comme toutes les autres séries statistiques, les données de la masse monétaire disponibles au Canada et dans d'autres pays sont sujettes à des erreurs de mesure provenant non seulement de sources existantes mais également de sources nouvelles, ainsi qu'aux éternels problèmes de technique de correction des variations saisonnières. La prudence la plus élémentaire obligerait donc les banques centrales à vérifier constamment les indications fournies par un agrégat monétaire quelconque en les comparant à celles des autres agrégats, ainsi qu'aux renseignements de toutes sortes provenant de l'éventail d'indicateurs économiques disponibles actuellement et des autres sources pertinentes. Les fréquentes remises à jour des estimations économétriques de la demande de monnaie peuvent nous dire si et dans quelle mesure les relations fondamentales sous-jacentes aux objectifs de la banque centrale en matière de croissance monétaire semblent se modifier. Un esprit de prudence doublé d'une certaine dose de jugement et de bon sens sont essentiels lorsqu'on applique une politique qui se fonde dans une large mesure sur l'évolution des agrégats monétaires.

Cette considération m'amène au terme de mon allocution. Comme je crois

time will tell whether better solutions can be found. On the basis of the Bank of Canada's limited experience to date, however, I would venture the opinion that on the whole, the way this change of policy approach has worked out in practice so far has been reasonably encouraging.

l'avoir mentionné, l'utilisation par les banques centrales d'objectifs de croissance de la masse monétaire est une pratique relativement récente qui, à n'en pas douter, est appelée à s'améliorer avec le temps. Il existe un grand nombre de problèmes auxquels on n'a pas encore trouvé de solution pleinement satisfaisante et seul l'avenir pourra nous dire s'il existe de meilleures solutions. Me fondant sur l'expérience limitée de la Banque du Canada dans ce domaine, j'ose avancer que, dans l'ensemble, ce changement d'approche de la politique monétaire a permis jusqu'ici d'atteindre des résultats relativement encourageants.

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

19 November 1976

The Bank of Canada announced tonight that the Bank Rate has been reduced from $9\frac{1}{2}$ per cent to 9 per cent effective November 22, 1976. It was set at $9\frac{1}{2}$ per cent effective March 8, 1976.

The Governor of the Bank of Canada, Mr. Gerald K. Bouey, said that the reduction in the Bank Rate is justified by the degree of progress recorded in Canada in recent months both in getting inflation under better control and in moderating the pace of monetary expansion.

During the summer months the trend rate of increase of currency and demand deposits (the money supply narrowly defined) remained close to the lower limit of the Bank of Canada's current target range of 8 to 12 per cent a year, measured from a base period level centred on March 1976. Statistics for the month of October indicate that money supply growth measured from the March base is now significantly below the trend rate of 8 per cent per year that is regarded as an appropriate lower limit in current circumstances. Some reduction in recent levels of short-term interest rates, including the Bank Rate, is consistent with the objective of bringing the growth rate of the money supply back up within the desired range. Recent indicators of the trend of aggregate demand, output and employment confirm the appropriateness of the action the Bank is taking.

Mr Bouey reaffirmed the Bank of Canada's continuing commitment to a policy of keeping the growth of the money supply within moderate limits, and of accepting the need for changes in interest rate levels from time to time in either direction as required for the successful pursuit of this basic objective.

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 19 novembre 1976

La Banque du Canada a annoncé ce soir une réduction du taux d'escompte, qui passe de $9\frac{1}{2}$ à 9% à compter du 22 novembre 1976. Le taux de $9\frac{1}{2}$ % était entré en vigueur le 8 mars 1976.

Le Gouverneur de la Banque du Canada, M. Gerald K. Bouey, a déclaré que cette réduction du taux d'escompte se justifie par le fait qu'on soit parvenu au Canada ces derniers mois à mieux maîtriser l'inflation et à modérer le rythme de l'expansion monétaire.

Au cours de l'été, le taux tendanciel de croissance de la monnaie et des dépôts à vue, soit la masse monétaire au sens étroit, est resté, par rapport à la période de base centrée sur mars 1976, proche de la limite inférieure de la fourchette de 8 à 12% l'an visée par la Banque du Canada. Les données du mois d'octobre indiquent que la croissance de la masse monétaire, mesurée par rapport à la période de base centrée sur mars, est tombée bien au-dessous du taux tendanciel de 8% l'an considéré comme minimum approprié dans les circonstances actuelles. Une certaine réduction des taux d'intérêt à court terme, dont le taux d'escompte, est conforme à l'objectif poursuivi par la Banque de ramener le taux de croissance de la masse monétaire à l'intérieur de la fourchette visée. L'évolution récente des indicateurs de la tendance de la demande globale, de la production et de l'emploi confirment le bien-fondé de la décision que vient de prendre la Banque.

M. Bouey a réaffirmé l'engagement qu'a pris la Banque de maintenir la croissance de la masse monétaire dans des limites modérées et d'accepter que de temps à autre le niveau des taux d'intérêt s'ajuste dans un sens ou dans l'autre dans la mesure où cela est nécessaire pour assurer la réalisation de cet objectif central.