Canada - Economic conditions

Remarks by Gerald K. Bouey, Governor of the Bank of Canada, 21 January 1974

At the annual dinner meeting of the Vancouver Board of Trade, 21 January 1974

Last July when I accepted the kind invitation of your President to speak at this annual dinner meeting of the Vancouver Board of Trade, I had hoped that by now we might be moving into a much less inflationary world environment, with good prospects here in Canada for maintaining a satisfactory rate of economic growth and for achieving an improved cost and price performance.

Our prospects for growth remain good, but there is now less reason for optimism about the trend of prices.

There were two main reasons for expecting a marked easing of external price pressures on the Canadian economy. The first was that with the passage of time the temporary scarcity of many foodstuffs and industrial materials could be expected to ease, partly because of better harvests and partly through the response of world supplies to last year's sharp upward movement in commodity prices. The other was the expectation that as we moved into 1974 the pressure of demand would moderate in a number of the main industrial countries, leading to more normal and sustainable rates of economic growth.

Since last autumn, however, a new and major source of disruption has been injected into the world economic picture – the problem of oil – and the resulting uncertainties have left the immediate outlook for the world economy rather up in the air. It is difficult enough at any time to try to assess how the economic situation is likely to develop in the period ahead. In many countries today the economic shock of sharply higher prices for oil and oil products – and also, in some cases, of concern about

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

Texte d'une causerie donnée au banquet de clôture du Congrès annuel du Vancouver Board of Trade, *le 21 janvier 1974*

Lorsque, en juillet dernier, j'acceptai l'aimable invitation de votre président à prendre la parole au présent banquet de clôture du Congrès annuel du *Vancouver Board of Trade*, j'espérais que, entre-temps, la conjoncture inflationniste mondiale se serait considérablement redressée et que le Canada aurait de bonnes chances de maintenir une croissance économique satisfaisante et d'accéder à une amélioration de la tenue des coûts et des prix.

Les perspectives d'une continuation de la croissance restent bonnes, mais l'optimisme en ce qui concerne la tendance des prix se justifie moins à l'heure actuelle.

Deux motifs surtout permettaient d'escompter une détente marquée de la pression des prix à l'étranger sur l'économie canadienne. Premièrement, on pouvait s'attendre qu'avec le temps la pénurie passagère de bon nombre de produits alimentaires et de matières industrielles s'atténuerait, notamment à la faveur de meilleures récoltes et de la réaction de l'offre mondiale à la flambée des prix des matières premières survenue l'an dernier. Deuxièmement, on pouvait prévoir que la pression de la demande se modérerait dans certains grands pays industrialisés en 1974, rendant plus normal et plus soutenable le rythme de la croissance économique.

Depuis l'automne dernier, toutefois, la crise pétrolière a ajouté une nouvelle et importante source de perturbations à la situation économique mondiale, et il est devenu à tout le moins extrêmement difficile en raison des incertitudes qui en sont résultées d'effectuer des pronostics à court terme. La prévision économique, il est vrai, a toujours été un art difficile. Aujourd'hui, dans bien des pays, le choc économique causé par la brutale hausse du prix du pétrole et

access to supplies of imported oil even at current world prices – has presented problems of adjustment without parallel in modern peace-time history.

Although the impact on Canada's supply of petroleum products may not turn out to be severe, we are of course exposed to the direct and indirect effects of dramatic increases in world petroleum prices. These add a new dimension to the cost and price problems that we already have, and confront us with potentially large shifts in the regional and sectoral pattern of income and expenditure flows within the Canadian economy. The world petroleum situation also seems likely to affect Canada in other ways, mainly as a result of its more severe impact on the balance of payments positions, and perhaps also on the levels of economic activity, of some of our trading partners. Nevertheless Canada appears to be in a better position than most countries so far as its prospects for continuing growth during 1974 are concerned.

I would like to return to this matter before I conclude my remarks, but first I would like to say something about the way in which monetary policy has evolved over the past year in response to the developing economic situation and outlook.

Since the early months of 1973 the Bank of Canada has been following a policy much less conducive to high rates of growth of money and credit in Canada than it followed in 1971 and 1972.

I have described the reasons for this change of approach in earlier speeches and public statements. The fundamental reason was that the level of activity of the Canadian economy in relation to its productive capacity had risen to the point where a strongly expansionary monetary policy was no longer appropriate. By the spring of 1973 it was becoming increasingly clear that for the immediate future the level of over-all demand in Canada was more likely to be too high than too low.

The subsequent course of monetary and financial developments in Canada has reflected both the continued strength of the economic situation and this change in the posture of monetary policy.

Although the statistical record for 1973 is not yet complete, the salient features of our economic experience last year are already reasonably clear. Gross National Expenditure in money terms in 1973 was 14 to 15 per cent higher than in 1972. Among the categories of spending that contributed to this very large increase in demand on our productive capacity were consumer spending, outlays on residential construction and export sales. Business expenditures on new plant and equipment

des produits pétroliers – et, dans certains cas, par les soucis nés des difficultés d'approvisionnement en pétrole étranger, même indépendamment des prix élevés actuellement en vigueur dans le monde – pose des problèmes d'adaptation que n'ont jamais connus les sociétés modernes en temps de paix.

Bien que les répercussions de cette crise ne semblent pas devoir gravement compromettre l'approvisionnement en produits pétroliers du Canada, il reste que nous sommes exposés aux conséquences directes et indirectes du renchérissement spectaculaire du pétrole dans le monde. Ce problème ajoute une dimension nouvelle à la hausse des coûts et des prix qui se manifestait déjà au Canada et risque de provoquer, à l'échelle régionale et sectorielle, de grandes variations des flux de revenus et de dépenses. La situation pétrolière dans le monde aura probablement aussi d'autres répercussions au Canada, surtout par le biais de ses effets néfastes sur la balance des paiements, et peut-être sur le niveau de l'activité économique de certains de nos partenaires commerciaux. Néanmoins, le Canada semble être en meilleure posture que la plupart des autres pays en ce qui concerne les perspectives de poursuite de la croissance en 1974.

Je reviendrai sur ce sujet à la fin de ma causerie, mais je désirerais vous entretenir d'abord de l'orientation prise par la politique monétaire l'année passée à la lumière de l'évolution et des perspectives économiques.

Depuis les premiers mois de 1973, la Banque du Canada mène une politique beaucoup moins favorable à une croissance rapide de la monnaie et du crédit au Canada que celle qu'elle avait poursuivie en 1971 et en 1972.

J'ai déjà exposé dans d'autres discours et dans des déclarations publiques les motifs de ce changement d'orientation. Le plus important est que l'économie canadienne, compte tenu de la capacité de son appareil de production, avait atteint un niveau d'activité tel qu'une politique monétaire fortement expansionniste ne se justifiait plus. Dès le printemps de 1973, il était devenu de plus en plus évident que, pour l'avenir immédiat, la demande globale au Canada risquait davantage d'être trop élevée que d'être trop faible.

L'évolution monétaire et financière au Canada a, par la suite, témoigné tant de la vigueur continue de la conjoncture économique que de la nouvelle orientation de la politique monétaire.

Bien que nous ne disposions pas encore de statistiques complètes pour 1973, les points saillants de l'évolution conjoncturelle enregistrée au cours de cette année sont déjà assez visibles. La dépense nationale brute à prix courants a été de 14 à 15% plus élevée qu'en 1972. Parmi les composantes de la dépense qui ont contribué à cette très vive augmentation de la demande de produits canadiens, on notera la dépense des ménages, la construction de logements et

also showed a marked acceleration last year and seem likely to provide strong support for continued economic expansion in 1974.

The strength of world demand in 1973 gave rise to substantial increases both in the prices and in the volume of export shipments of many of the commodities we supply to the rest of the world, thereby adding greatly to levels of income and employment in the various regions of Canada. Striking examples of this are readily apparent here in British Columbia in the case of many of your basic industries such as forest products, mining and fishing. Similar examples come to mind from the recent economic experience of other regions of Canada, including regions that specialize in other export products. Thus, while the year 1973 was one of sharp changes in exchange rate relationships among major currencies and of great uncertainty about how the world payments system might evolve, it was nevertheless another year of rapid expansion of world trade in which Canada and most other countries have shared.

The rapid growth of spending in Canada in 1973 was reflected in an unusually large increase in the level of economic activity, although the course of the expansion was rather uneven during the year. A remarkably rapid surge of growth last winter was followed by six months or so of relatively slow growth, owing in part to limitations on productive capacity and to the effects of strikes, but there seems to have been a strong rebound of activity in the closing months of the year. If one takes the year as a whole, the total physical volume of output of the economy was close to 7 per cent higher in 1973 than in 1972. This was a higher rate of growth than in any year since the mid-1960s, and well above the annual average of 5 to 5½ per cent that we can expect to achieve over the longer run.

This growth in output was accompanied by the largest increase in employment attained in Canada since the 1940s, whether measured in terms of the number of new jobs or in terms of the rate of increase. The 5.2 per cent increase in employment in 1973 compares with a previous post-war record growth in employment of 4.2 per cent in 1966. It is particularly gratifying that all regions of the country shared in the record gains in employment. Thus in the Atlantic provinces as in British Columbia the number of employed people was 6½ per cent higher than in 1972, and in Quebec the increase was close to 6 per cent.

With these extraordinarily rapid increases in output and employment in 1973 the economy gave increasingly clear indications of strain as the year progressed. The surge of growth last winter pushed the economy

les exportations. Les investissements en usines et en équipement se sont aussi nettement accélérés l'an dernier et constitueront très probablement un sérieux atout à la poursuite de l'expansion économique en 1974.

La vigueur de la demande extérieure en 1973 a donné lieu à une hausse sensible du prix et du volume de nos expéditions d'un grand nombre des matières premières que nous fournissons traditionnellement au reste du monde et a fait vivement progresser le niveau du revenu et de l'emploi dans diverses régions du Canada. Des exemples frappants ne sont guère difficiles à trouver ici même en Colombie-Britannique, dans de nombreux secteurs de base tels que l'exploitation forestière, l'industrie extractive et la pêche. Une conjoncture économique semblable se retrouve ailleurs au Canada, même dans des régions qui se spécialisent dans la production d'autres biens destinés à l'exportation. Par conséquent, même si l'année 1973 a été caractérisée par de brutales variations des taux de change des principales monnaies et par beaucoup d'incertitude quant à l'évolution future du système des paiements internationaux, elle a encore été une année d'expansion rapide du commerce mondial, tant pour le Canada que pour la plupart des autres pays.

La vive progression des dépenses au Canada en 1973 s'est traduite par une augmentation exceptionnelle de l'activité économique, bien que l'expansion ait été plutôt irrégulière au cours de l'année. L'essor particulièrement rapide survenu l'hiver dernier fut suivi par environ six mois de croissance relativement lente, imputable en partie aux limites de capacité de l'appareil productif et aux effets des grèves; par la suite, l'activité économique aurait marqué un regain au cours des derniers mois de l'année. Pour l'ensemble de 1973, la production globale en volume de l'économie canadienne a été de près de 7% supérieure à celle de 1972. Ce taux de croissance est le plus élevé que nous ayons connu depuis le milieu des années soixante et dépasse sensiblement le chiffre moyen annuel de 5 à 5½% que nous pouvons considérer comme réalisable à long terme.

Cette hausse de la production est allée de pair avec la plus importante progression de l'emploi atteinte au Canada depuis les années quarante, que l'on considère le nombre absolu de nouveaux emplois ou le taux de croissance de l'emploi. Ce dernier, de 5.2% en 1973, se compare au précédent taux record d'après-guerre de 4.2% atteint en 1966. On se félicitera que toutes les régions du pays aient participé à ce progrès record de l'emploi. Ainsi, dans les provinces atlantiques et en Colombie-Britannique, le nombre de personnes au travail était de 6½% plus élevé qu'en 1972, tandis qu'au Québec, l'augmentation atteignait près de 6%.

Cette ascension extraordinairement rapide de la production et de l'emploi

up against the effective limits of its productive capacity in many areas, and we began bumping against these capacity limits at much higher levels of recorded unemployment than one might have expected on the basis of previous experience. The unemployment rate last year as measured by the Labour Force Survey averaged 5.6 per cent, a level that in earlier years would have been associated with rather easy conditions in labour markets but during most of 1973 was associated with labour market tightness. Mounting pressures on the economy's capacity to produce also showed up in growing scarcities of a wide variety of goods, in lengthening delivery delays and in rapidly rising order backlogs. Thus economic expansion could no longer be sustained at rates in excess of the growth in the economy's productive capacity. Further efforts to force the pace would not have added significantly to real economic growth but would merely have stepped up an already high rate of inflation.

I need not labour the point that in 1973 Canada experienced very rapid rates of price increase. The acceleration of price increases in Canada was largely the reflection of the world-wide outbreak of inflation to which I have already referred. This was caused by the interaction of scarcities of important foodstuffs and basic commodities with very strong demand growth throughout the world. We cannot expect this wave of inflation to subside quickly. While some temporary scarcities may be overcome as the pace of demand growth moderates in the industrial world, high prices for materials and rising labour costs will continue to work their way through the price structure in 1974, and to these must now be added much higher petroleum prices.

The rapid expansion of economic activity in 1973 together with the sharp increase in prices gave rise to heavy demands for credit. At the same time the Bank of Canada was seeking to bring about a transition to less rapid rates of monetary and credit expansion in order to help moderate spending pressures in the economy. In these circumstances the efforts of the chartered banks to meet the strong demand for loans soon led to intensified pressure on their liquidity and on short-term interest rates. The upward pressure on interest rates was strongly reinforced by an even sharper rise in short-term interest rates in the United States and Europe.

Beginning last spring I tried to make it clear, both publicly and in discussions with the banks, that the circumstances called for a slowing of the growth of bank loans rather than a drastic curtailment. The banks

en 1973 témoignait de plus en plus clairement des tensions qui se faisaient jour dans notre économie à mesure que l'année s'écoulait. L'essor enregistré l'hiver dernier a mené notre économie dans beaucoup de secteurs aux limites pratiques de notre appareil de production, et ce stade a été atteint avec un taux de chômage beaucoup plus élevé que ne le laissait prévoir l'expérience des périodes antérieures. Le chômage, selon l'Enquête sur la main-d'œuvre, a atteint en moyenne l'an dernier 5.6%, niveau qui, au cours des années précédentes, aurait été associé à un marché du travail relativement aisé, mais qui, par contre, durant la majeure partie de l'année 1973 a coïncidé avec un resserrement de ce même marché. Les pressions de plus en plus fortes sur notre appareil de production se sont également traduites par la pénurie croissante d'une grande variété de produits, par l'allongement des délais de livraison et par le gonflement rapide des carnets de commandes. Ainsi, l'expansion économique ne pouvait plus se poursuivre à un rythme supérieur au taux de croissance de l'appareil productif. Toute tentative de forcer davantage le pas n'aurait guère renforcé l'expansion économique réelle, mais aurait simplement accéléré un taux d'inflation déjà élevé.

Je n'ai pas besoin d'insister sur la très vive hausse des prix enregistrée au Canada en 1973, qui reflète en grande partie l'accentuation mondiale de l'inflation à laquelle j'ai déjà fait allusion. Ce phénomène résulte lui-même de la conjonction d'une pénurie de denrées alimentaires ainsi que de matières premières de base, et d'une très forte croissance de la demande partout dans le monde. Nous ne pouvons pas nous attendre à ce que cette flambée inflationniste s'atténue rapidement. Bien que l'on puisse entrevoir la fin de certaines pénuries temporaires à mesure que le rythme de croissance de la demande dans les pays industrialisés se modérera, le coût accru des ressources humaines et matérielles n'en continuera pas moins de se répercuter sur la structure des prix en 1974, qui souffrira en outre du brutal renchérissement du pétrole.

L'essor économique et la flambée des prix enregistrés en 1973 ont donné lieu à de fortes demandes de crédit. Parallèlement, la Banque du Canada a cherché à opérer une transition vers une décélération de l'expansion de la monnaie et du crédit afin d'aider à modérer les pressions de la dépense au sein de notre économie. Dans ces circonstances, les efforts des banques à charte pour satisfaire la forte demande de prêts n'ont pas tardé à se traduire par une pression accrue sur leurs liquidités et sur le loyer de l'argent à court terme. La pression à la hausse sur les taux d'intérêt a en outre reçu un net appoint du renchérissement encore plus prononcé de l'argent à court terme aux États-Unis et en Europe.

were also encouraged in their expressed desire to try to achieve this objective in ways that would minimize the impact on small business borrowers, borrowers in the less buoyant regions of Canada, and residential mortgage borrowers. This implied, of course, that efforts to restrain the rapid expansion of bank credit would have to be concentrated mainly on large business borrowers. This in turn was bound to add to the upward pressure on interest rates, since most large borrowers are strong enough to make their credit demands felt in other areas of the market as well as in the banking system.

By some measures it looks as though the firmer posture of monetary policy since last spring has so far achieved little, if any, moderation of credit and monetary expansion in the face of the very strong and persistent demand for credit. In December, for instance, the general loans on the books of the chartered banks were still a full 26 per cent higher than a year earlier, and the public's total holdings of currency and chartered bank deposits were 18 per cent higher. Both of these increases were, in fact, somewhat larger than in 1972.

It should be noted, however, that the behaviour of these particular series can be substantially affected in the short run by temporary shifts in the channels through which credit flows occur. Thus the placement of short-term paper in the money market is for many large borrowers a ready alternative to obtaining a loan from a bank. Whether short-term borrowing of this kind is channelled through the paper market or through the banking system depends in part on fairly small changes in the relative interest cost. Since last summer there has been a sizeable drop in the outstanding amount of short-term paper issued by non-financial borrowers as paper rates rose up to and beyond bank prime loan rates, and some part of the large increase in bank loans during this period is unquestionably related to this development.

It seems likely that the large increase in the outstanding amount of the banks' fixed-term deposits has also been inflated to some extent by the corresponding shift of short-term investment funds from the paper market to the banks. Another factor working in the same direction has been the greatly increased flow into fixed-term personal deposits at banks and trust companies of funds that a year earlier were flowing into the Government's bank balances as a result of heavy purchases of Canada Savings Bonds.

When one takes account of such shifts in the pattern of credit flows one does see some evidence of a moderation of the growth of short-

Depuis le printemps dernier, je me suis efforcé d'expliquer aux banques et au public que la conjoncture réclamait un ralentissement plutôt qu'une réduction brutale du crédit bancaire. Les banques à charte ont été encouragées à s'efforcer d'atteindre cet objectif d'une manière qui, comme elles le souhaitaient elles-mêmes, pénaliserait le moins possible les petites entreprises ainsi que les clients des régions du pays où l'activité économique accuse un certain retard et qui affecterait le moins possible le marché des prêts hypothécaires à l'habitation. Il s'ensuivait, bien entendu, que les efforts de modération de l'expansion rapide du crédit bancaire se concentreraient principalement sur les grandes entreprises. Cette politique devait à son tour contribuer aux pressions à la hausse sur les taux d'intérêt, étant donné que la plupart des grandes entreprises ont suffisamment de poids pour que leurs demandes de crédit influent tant sur les autres secteurs du marché des capitaux que sur le système bancaire.

Certains indicateurs donnent à penser que l'orientation plus restrictive de la politique monétaire adoptée le printemps dernier n'a entraîné jusqu'ici qu'une très faible modération – si modération il y a – de l'expansion de la monnaie et du crédit, compte tenu de la très forte et très persistante demande de fonds. En décembre, par exemple, les prêts généraux octroyés par les banques à charte étaient toujours de 26% plus élevés qu'un an plus tôt, tandis que la monnaie et les dépôts bancaires du public enregistraient une progression de 18%. Dans les deux cas, en fait, l'accroissement a été quelque peu supérieur à celui de 1972.

Il convient cependant de remarquer que, à court terme, le comportement de ces deux séries peut être très fortement influencé par des modifications passagères des circuits de financement. Ainsi, beaucoup de gros emprunteurs peuvent aisément remplacer un concours bancaire par l'émission de papier à court terme sur le marché monétaire. Le choix de l'une ou de l'autre de ces deux formes de financement à court terme dépend en partie de variations assez faibles du coût relatif du crédit. Depuis l'été dernier, l'encours du papier à court terme émis par les agents économiques autres que les institutions financières a enregistré une réduction considérable, le coût du papier commercial ayant grimpé au point d'égaler et même de dépasser le taux préférentiel des prêts bancaires; il ne fait pas de doute que la forte progression des prêts bancaires au cours de cette période est liée à cette évolution.

Il est probable que la nette progression de l'encours des dépôts bancaires à terme est également attribuable dans une certaine mesure au fait que des capitaux à court terme ont délaissé le marché du papier pour prendre le chemin des banques. Un autre facteur a également joué en ce sens : le fort

term credit. There has, moreover, been a distinct slowing in the growth of the privately-held money supply on the narrower definition which includes currency and demand deposits but not time deposits. On this definition, average money holdings in the final quarter of 1973 were 12 per cent higher than their level a year earlier, but the annual rate of growth had slowed to 8 per cent over the most recent half-year.

The interaction between strong credit demands and the changed posture of monetary policy in an international environment of sharply rising interest rates led to substantial increases in Canadian interest rates during 1973. Although the Bank of Canada did not press its policy to the point where Canadian short-term rates rose as high as the peak levels reached in the United States and in major financial markets abroad, the increases were nevertheless quite large. Thus typical rates on short-term paper were some 5 percentage points higher at year-end than at the beginning of 1973. Chartered bank prime lending rates for larger borrowers had moved up by 3½ percentage points and there had been comparable increases in key deposit rates. The Bank of Canada's own Bank Rate had been raised in five steps to the present level of 7¼ per cent that was established in September.

Late in 1973 short-term interest rate levels in Canada came under renewed upward pressure and further increases in some of these rates occurred. Since there was a reasonable possibility that this pressure would prove to be no more than a temporary phenomenon, the Bank of Canada operated to cushion the upward pressure on rates even though this was accompanied by a temporary bulge in bank loans and deposits.

It should be emphasized that interest rate movements play an indispensable role in helping to keep the growth of the economy orderly and prices and costs under control. Given the pressures on productive capacity that emerged last year and the associated strength of credit demands, it was essential that interest rates should rise. To have attempted to prevent rates from rising as much as they did by permitting even faster monetary growth would have added to the demand pressures on an economy that was already operating at virtually full stretch, and would thus have added to subsequent rates of price increase. In time, moreover, the exercise would have proved self-defeating as these higher rates of inflation led savers to insist on correspondingly higher interest yields in compensation for the accelerating decline in the value of money.

This brings the story up to the onset of the petroleum crisis. The slack

accroissement de l'épargne confiée aux banques et aux sociétés de fiducie sous forme de dépôts personnels à terme, laquelle un an plus tôt était allée alimenter les dépôts du gouvernement dans les banques à la suite des achats massifs d'Obligations d'épargne du Canada.

Compte tenu de ces modifications dans le flux du financement, on observe quelques signes de modération de la croissance du crédit à court terme. De plus, la progression de la masse monétaire détenue par le public, agrégat qui au sens le plus étroit comprend la monnaie et les dépôts à vue à l'exclusion des dépôts à terme, a visiblement ralenti. Au dernier trimestre de 1973, la moyenne des avoirs liquides ainsi définis du public était de 12% plus élevée qu'un an plus tôt, mais leur taux annuel de croissance était tombé à un peu plus de 8% au cours du dernier semestre.

L'influence réciproque de la forte demande de crédit et de la modification de la politique monétaire, dans un contexte international marqué par une escalade des taux d'intérêt, a provoqué un relèvement appréciable du loyer de l'argent au Canada en 1973. Bien que la Banque du Canada n'ait pas mené une politique visant à porter le prix de l'argent à court terme à des niveaux comparables aux sommets atteints aux États-Unis et sur les principaux marchés financiers de l'étranger, la hausse a cependant été très forte. Ainsi les taux types du papier à court terme étaient en fin d'année de 5 points supérieurs à ceux du début de l'année. Les taux préférentiels accordés par les banques à charte aux gros emprunteurs ont progressé en même temps de 3½ points et les principaux taux créditeurs à un rythme comparable. La Banque du Canada a relevé à cinq reprises son propre taux d'escompte, le portant en septembre à son niveau actuel de 7¼%.

Vers la fin de 1973, les taux d'intérêt à court terme au Canada furent encore une fois l'objet d'une pression à la hausse, et certains d'entre eux augmentèrent de nouveau. Comme il était très possible que cette pression se révélerait n'être qu'un phénomène passager, la Banque du Canada a agi de façon à atténuer la pression à la hausse sur le loyer de l'argent, même si cette politique devait s'accompagner d'un accroissement temporaire des prêts et des dépôts bancaires.

Il convient de souligner le rôle essentiel que jouent les variations du loyer de l'argent en contribuant à assurer une expansion ordonnée de l'économie et à contenir la hausse des prix et des coûts. Vu les pressions qui se sont exercées l'année dernière sur la capacité de production et vu la vigueur concomitante de la demande de crédit, une hausse des taux d'intérêt était indispensable. Toute tentative d'empêcher, en permettant une expansion monétaire encore

in the Canadian economy had been absorbed by a period of vigorous expansion, so that the growth in output in 1974 could not be as large as it had been in 1973. External price pressures seemed likely to ease and some sources of demand were expected to moderate, but a further strong rise in investment spending would help to sustain economic expansion at a pace that would still involve some risk of excessive demand pressure on capacity. Following large increases in prices, profits and farm incomes, there were already signs in the closing months of 1973 that wage and salary increases were beginning to escalate. In these circumstances the kind of demand management policies called for seemed reasonably clear – to try to maintain a climate of demand favourable to continued economic growth at a substantial rate, but not so strong as to jeopardize the prospects for improvement in our price situation.

The sudden emergence of the oil problem has affected the world economic outlook in a variety of ways.

There are the direct consequences of such physical shortages as may occur. How severe these will turn out to be remains obscure, but they may lead to some reduction in the growth of output and employment in some countries. The effects of any general shortages may be intensified by shortages of particular items such as petrochemical feed-stocks and bunker oil for ships, which may add temporarily to production difficulties in particular industries and restrict the movement of goods.

The sharp jump in oil prices will add substantially to world-wide cost increases. A broad range of goods and services whose production entails the use of petroleum will become more expensive, in some cases substantially so. The world had been looking forward to some easing in 1974 of the extraordinary increases in prices and costs that had occurred in 1973 even before the recent rise in petroleum prices. Now, unfortunately, such prospects have been pushed further into the future.

Another consequence of the sharp rise in petroleum prices will be to generate massive transfers of income from consumers of oil to producers of oil and to governments. This will leave oil consumers with less money to spend on other things. To the extent that such transfers are not offset, they will tend to reduce world levels of demand.

For most countries the transfer of income from consumers of oil to producers and governments is a transfer from inside the country to outside. Since Canada's exports and imports of oil are roughly equal, our situation is different. Here, the transfers of income constitute an

plus rapide, les taux d'intérêt d'augmenter au rythme qu'ils avaient atteint eût accentué les pressions de la demande dans une économie fonctionnant pratiquement à son maximum et donc contribué à provoquer de nouvelles hausses des prix. En outre, à la longue, cette politique serait allée à l'encontre de l'objectif recherché, puisque l'intensification de l'inflation aurait porté les épargnants à exiger des taux de rendement plus élevés pour compenser la dévalorisation accélérée de la monnaie.

Telle est la façon dont les choses se sont passées jusqu'à l'éclatement de la crise du pétrole. Les marges de capacité inutilisée de l'économie canadienne s'étaient résorbées au cours d'une période d'expansion rapide, de sorte que la croissance de la production en 1974 ne pourrait être aussi forte qu'en 1973. Les pressions extérieures sur les prix semblaient devoir s'atténuer et on s'attendait à une modération de certains éléments de la demande, mais un nouvel essor des dépenses d'investissement aurait contribué à maintenir un rythme d'expansion économique qui aurait toujours comporté quelques risques d'une pression excessive de la demande sur l'appareil productif. Après un accroissement considérable des prix, des bénéfices et des revenus agricoles, certains indices donnaient à penser, dès les derniers mois de 1973, que les salaires et les traitements avaient amorcé une hausse. Dans cette conjoncture, les politiques de gestion de la demande qu'il convenait d'appliquer semblaient raisonnablement évidentes : il fallait essayer de maintenir, en ce qui concernait la demande, un climat favorable à la poursuite d'une croissance économique rapide mais pas au point qu'elle risquerait de compromettre les perspectives d'une amélioration de la tenue des prix.

Le déclenchement soudain de la crise du pétrole influence de diverses façons les perspectives économiques mondiales.

Mentionnons les conséquences directes d'une pénurie éventuelle de pétrole. On ne voit pas encore clairement quelle en serait l'ampleur, mais elle peut entraîner, dans certains pays, une réduction de la croissance de la production et de l'emploi. Les effets d'un manque généralisé peuvent être accentués par une pénurie de certains articles, par exemple les charges de départ pétrochimiques et le mazout de soute, ce qui pourrait aggraver pendant quelque temps les difficultés de certaines industries et entraver le transport des marchandises.

La forte hausse du prix du pétrole aura pour effet d'accélérer sensiblement la hausse des coûts dans le monde. Un large éventail de biens et de services dont la production dépend de l'utilisation du pétrole renchérira, dans certains cas même considérablement. De par le monde, on s'attendait à une certaine

internal problem. As you know this is a matter that is currently receiving the attention of our governments.

For the world as a whole the balance of payments implications of these transfers at the present level of prices are truly staggering – adding up to an increase of many tens of billions of dollars in the combined petroleum bill of the oil-importing countries. Such an unprecedented shock to the international trade and payments system is bound to force substantial readjustments on the countries most affected, and this in turn will affect other countries.

In the short run at least, the oil-exporting countries will not be able to spend more than a fraction of the massive increase in their incomes on increased imports from the rest of the world. This means that for the time being the oil-importing countries as a group will have little scope for correcting the weakening of their external trade accounts as they would in more normal circumstances – by reducing domestic demand and using the resources freed from consumption at home to expand their export earnings. Instead, their oil imports will have to result in large deficits on trade account and will have to be covered for the immediate future mainly by external borrowing and by drawing on their foreign exchange reserves. The counterpart will be a massive build-up of financial claims by the oil exporting countries.

This is a very unattractive prospect for the richer countries, who have generally wanted to pay for their imports with exports and have not liked what was involved in borrowing from other countries. It is even bleaker for the poorer countries, whose foreign exchange reserves are modest and whose capacity to carry external debt is already overstrained.

It will be of the greatest importance that the major trading countries see this problem in its international context, and refrain from unwarranted attempts to push on to other countries the increases in their trade deficits arising from the oil situation. Such attempts would compound the threat to economic stability and growth everywhere. It is most desirable in these circumstances that countries consult very closely together to arrive at consistency in their balance of payments aims and policies. I was encouraged to see that both the nature of the over-all problem and the need for close international consultation and co-operation in this area were clearly recognized in the discussions of the Ministers of Finance of the Committee of Twenty that I attended in Rome last week. The problems of adjustment are enormous, and as yet it is far from clear how they will be accommodated.

modération de l'escalade des prix et des coûts qui avait caractérisé 1973 dès avant la récente hausse de prix du pétrole. Maintenant, malheureusement, ces bonnes perspectives ont été remises à plus tard.

La forte augmentation des prix du pétrole donnera également lieu à des transferts énormes de revenus des consommateurs aux producteurs de pétrole et aux gouvernements. Cette situation laissera aux consommateurs de pétrole moins d'argent à affecter à d'autres fins. Si ces transferts ne se compensent pas, ils auront tendance à réduire les niveaux mondiaux de la demande.

Pour la plupart des pays, le transfert de revenus des consommateurs de pétrole aux producteurs et aux gouvernements se fait de l'intérieur vers l'extérieur. Étant donné que les exportations et les importations de pétrole du Canada sont approximativement égales, notre situation est différente. Chez nous, les transferts de revenus constituent un problème interne auquel nos gouvernements accordent actuellement comme vous le savez une grande attention.

À l'échelle mondiale, les répercussions de ces transferts, compte tenu des prix actuels du pétrole, seront réellement accablantes – augmentant de plusieurs dizaines de milliards de dollars la note à payer par l'ensemble des pays importateurs de pétrole. Cette secousse sans précédent subie par le système des échanges et des paiements internationaux obligera les pays les plus touchés à procéder à des rajustements importants, qui auront à leur tour des répercussions dans d'autres pays.

Les premiers temps au moins, les pays exportateurs de pétrole ne pourront affecter qu'une fraction de leurs énormes revenus additionnels à une augmentation de leurs achats dans le reste du monde. Autrement dit, pour le moment, les pays importateurs de pétrole dans leur ensemble auront peu de possibilités de corriger l'affaiblissement de leur balance commerciale comme ils l'auraient fait en des circonstances plus normales, c'est-à-dire en réduisant la demande intérieure et en employant les ressources ainsi détournées de la consommation nationale à accroître leurs recettes d'exportation. Au lieu de cela, leurs importations de pétrole donneront lieu à des déficits considérables de leur balance commerciale, lesquels devront être financés principalement dans un proche avenir par des emprunts à l'étranger et par des ponctions sur leurs réserves de change. Les pays exportateurs de pétrole, en contrepartie, procéderont à une accumulation massive de créances.

Voilà une perspective peu attrayante pour les pays les plus riches qui ont généralement préféré régler leurs importations par des exportations et auxquels les conséquences des emprunts à l'étranger ne plaisaient guère. L'avenir est encore moins prometteur pour les pays moins bien nantis, qui disposent de réserves de change modestes et sont déjà trop endettés.

The effects on the Canadian economy of these external developments, as well as the internal aspects of the oil problem, will require close attention in determining the setting of monetary policy. Our basic objective, however, will remain unchanged: to achieve and maintain a monetary climate that will help the economy realize the growth of output and employment permitted by supply conditions, and that will at the same time not jeopardize our longer-term chances for a better cost and price performance.

Il sera de la plus grande importance que les principaux pays commerciaux envisagent ce problème dans son contexte international et évitent toute tentative indue de transmettre à d'autres pays l'augmentation du déficit de leur balance commerciale imputable au problème du pétrole. De telles tentatives auraient comme effet de renforcer le danger qui menace la stabilité et la croissance économiques à l'échelle mondiale. Dans ces circonstances, il semble des plus souhaitable que les pays restent en consultation étroite pour arriver à uniformiser leurs objectifs et leurs politiques en matière de balance des paiements. Je me sens réconforté de voir que tant la nature du problème global que le besoin de consultation et de collaboration internationales étroites dans ce domaine ont été admis sans ambages dans les débats des ministres des Finances du Comité des Vingt auxquels j'ai participé à Rome, la semaine dernière. Les problèmes d'ajustement sont énormes et, jusqu'à présent, on ne voit pas encore très bien quelle solution leur apporter.

Les effets de ces développements à l'étranger sur l'économie canadienne de même que les implications au Canada du problème pétrolier devront évidemment faire l'objet d'examens approfondis lors de la formulation de la politique monétaire. Notre objectif premier, toutefois, demeurera inchangé : créer et entretenir un climat monétaire qui, d'une part, aidera l'économie à parvenir à une croissance de la production et de l'emploi limitée seulement par la capacité de l'appareil productif et, d'autre part, ne compromettra pas les perspectives à long terme d'une amélioration de la tenue des coûts et des prix.

Economic and financial developments abroad in 1973

Economic conditions

In the February 1973 issue of the Review the major external developments affecting Canada's international environment in 1972 were described. The present article discusses some of the more important developments affecting that environment during the past year.

By the early part of 1973, output in virtually all of the industrial countries was rising at rates too fast to be sustained. It became apparent that there was less margin of slack to be taken up than had been thought earlier and some slowing in the rapid pace of expansion as the year progressed reflected capacity constraints more than any significant easing of demand. One of the principal results of the widespread pressure of demand was a rise in commodity prices that was unprecedented in peacetime. By the end of the third quarter, official policies in most countries were aimed at reducing the degree of demand stimulus without discouraging the increase in business investment that had clearly become necessary.

Into this situation were injected the sharp escalation of oil prices by the OPEC countries and the selective cutbacks in supplies by the Arab members following the outbreak of the Middle East war. The impact of these decisions on the level and pattern of activity appears to have been fairly small during the closing weeks of 1973, but the implications for 1974 and the next few years are very serious. While the shortfall in supplies may not be as critical as seemed likely at first, the rise in oil prices will clearly add to the upward push on costs, it will have a dampening effect on demand and it will raise balance of payments problems of major proportions.

L'évolution économique et financière à l'étranger en 1973

Le numéro de février 1973 de la Revue contenait un article consacré aux principaux développements qui avaient influé sur la conjoncture internationale en 1972. L'article de ce mois étudie dans ses grandes lignes l'évolution à l'étranger au cours de l'année écoulée.

Au début de 1973, le rythme de croissance de la production avait atteint dans presque tous les pays industrialisés un rythme si rapide qu'il ne pouvait être maintenu. Il devint évident que les marges de ressources inutilisées étaient moindres qu'on ne l'avait cru, de sorte que le léger ralentissement de l'essor économique survenu au cours de l'année tenait davantage aux limites de l'appareil de production qu'à une modération significative de la demande. Une des principales conséquences de la pression généralisée de la demande a été la hausse, sans précédent en temps de paix, du prix des matières premières. À la fin du troisième trimestre, la plupart des pays avaient adopté une politique visant à réduire le degré de stimulation de demande sans pour autant décourager un accroissement des investissements des entreprises, devenu de toute évidence nécessaire.

C'est dans ce climat qu'ont été annoncés les relèvements spectaculaires du prix du pétrole par les pays membres de l'O.P.E.P. et les réductions sélectives des approvisionnements par les nations arabes à la suite du déclenchement des hostilités au Moyen-Orient. Ces décisions semblent n'avoir eu que des répercussions relativement faibles sur le niveau et sur le profil de l'activité économique au cours des dernières semaines de 1973, mais laissent présager des retombées très graves pour 1974 et pour les prochaines années. Si la diminution de l'offre de produits pétroliers posera moins de problèmes qu'on ne l'avait craint de prime abord, le renchérissement de ces hydrocarbures renforcera manifestement la poussée à la hausse sur les coûts, aura un effet modérateur sur la demande et provoquera des difficultés majeures en matière de balance des paiements.

Output, employment and prices in industrial countries

Real growth in the industrial economies was more uniformly strong in 1973 than at any time in the previous decade. For the year as a whole, the 24 member countries of the OECD are estimated to have achieved an increase of nearly 7 per cent in real GNP, as against their longer term average of less than 5 per cent. The upswing that had developed during 1972 carried strongly into the first half of last year and mounting demand pressure and a rapid take-up of unutilized capacity coincided in nearly all the industrial economies. Among the seven major countries, as Chart I shows, only the Italian economy grew relatively slowly during the first half of 1973; widespread and disruptive strikes were the chief reason and the buildup of demand that resulted is indicated by the very sharp rebound during the second half of the year. The earlier part of the year also saw a slight deceleration from the very high rates already reached in late 1972 in the United States and Japan. It appears that booming demand in the latter half of 1972 had brought their economies up against supply constraints and capacity bottlenecks rather sooner than in other countries, and rather sooner than conventional measures of economic potential would have indicated.

Estimating economic performance for the last half of the year on the basis of incomplete data is somewhat more difficult than usual, both because of the magnitude of price changes and because of the impact of oil shortages in the final weeks of the year. It seems clear, however, that in all the major countries, other than Italy, growth in real GNP in the second half of 1973 fell back to, or below, the average of the 1960s. In addition to the limits imposed on growth by supply shortages and plant capacity, fiscal and monetary restraints may have been beginning to take effect, at least in the United States and Germany, and more generally there appears to have been a slowing in the rise of consumption expenditures in real terms if not in money terms. To a considerable extent the deceleration in real consumption must be regarded as the largely involuntary result of an even greater acceleration in prices than in money incomes. Although business investment had been slow to pick up in most countries during the upswing it was rising more strongly in the second half of the year and was, before the oil crisis, an area of considerable prospective strength.

One reason why actions to moderate demand were not taken earlier or more widely was that unemployment remained a major concern in most countries. Recorded rates of unemployment reached unusually high levels by postwar standards during the 1970–71 slowdown and in com-

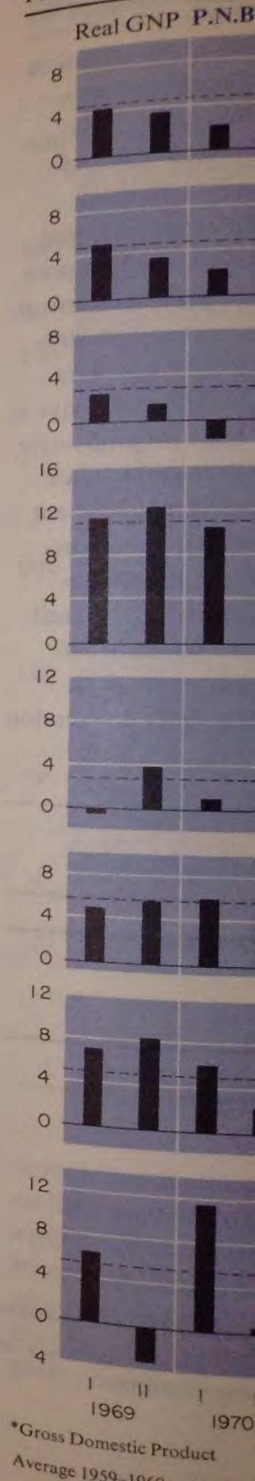
La production, l'emploi et les prix dans les pays industrialisés

En termes réels, la vigueur de la croissance dans ces pays a été plus uniforme en 1973 qu'à tout autre moment des dix années antérieures. Dans les 24 pays membres de l'O.C.D.E., le P.N.B. à prix constants aurait augmenté cette année de près de 7%, alors que son taux moyen de croissance à plus long terme est inférieur à 5%. La reprise qui s'était amorcée en 1972 a continué sur sa lancée au premier semestre de l'an dernier, aussi enregistra-t-on simultanément dans presque tous les pays industrialisés un renforcement de la pression de la demande et une réduction rapide des marges inutilisées de capacité. Si l'on s'en tient aux sept principaux pays (voir Graphique I), on voit que l'Italie est le seul dont l'économie ait accusé une croissance relativement lente au cours des six premiers mois de 1973. Des grèves perturbatrices de forte ampleur en sont la cause principale et la vigoureuse reprise du second semestre est un indice de l'accumulation de la demande qui s'ensuivit. Aux États-Unis et au Japon également, le rythme de croissance très élevé atteint vers la fin de 1972 s'est légèrement ralenti les premiers mois de 1973. La très vive demande y a, semble-t-il, excédé l'offre et s'y est heurtée à des goulots d'étranglement au niveau de l'appareil productif un peu plus tôt que dans les autres pays et que ne le laissaient prévoir les baromètres conventionnels de croissance potentielle de l'économie.

Estimer à partir de données incomplètes la tenue de l'économie pendant les six derniers mois de l'année est un peu plus difficile que d'habitude, tant à cause de l'ampleur des variations de prix qu'en raison des répercussions de la pénurie de pétrole apparues au cours des dernières semaines de l'année. Il semble évident, toutefois, que dans tous les grands pays industrialisés à l'exception de l'Italie, la croissance du P.N.B. à prix constants au second semestre de 1973 est retombée au niveau de la moyenne des années soixante, et peut-être même plus bas. Non seulement la croissance aurait été limitée par des insuffisances de l'approvisionnement et par la complète utilisation de l'appareil productif, mais des mesures de restriction financières et monétaires auraient également commencé à produire un effet, du moins aux États-Unis et en Allemagne; par ailleurs, de façon plus générale, la progression des dépenses de consommation, sinon en termes monétaires du moins en termes réels, semble s'être ralentie. Dans une large mesure, la décélération de la consommation à prix constants doit être considérée comme étant le résultat plutôt fortuit d'une accélération encore plus forte des prix que des revenus nominaux. Bien que les investissements des entreprises eussent tardé à suivre le mouvement de reprise dans la plupart des pays, ils avaient augmenté davantage au second semestre de l'année et constituaient, avant l'éclatement de la crise pétrolière, un secteur aux perspectives très prometteuses.

Chart I
Graphique I

Percentage changes, sea

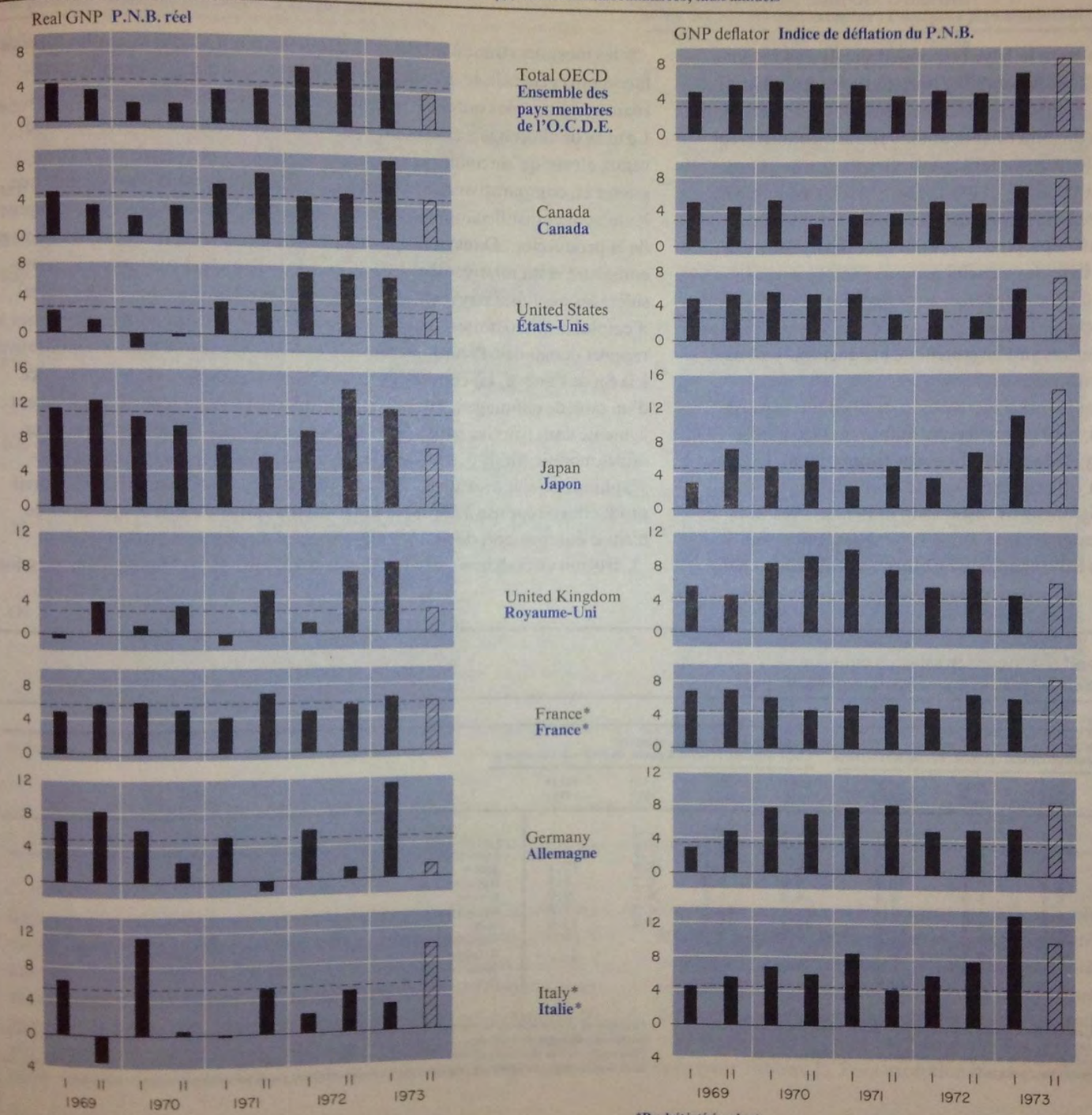


*Gross Domestic Product
Average 1959-1960

Chart I
Graphique I

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

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



*Gross Domestic Product

Average 1959–1960 to 1970–1971 – – – –

OECD estimate

*Produit intérieur brut

Moyenne 1959–1960 à 1970–1971 – – – –

Estimations établies par l'O.C.D.E.

parison with earlier cycles seem to have responded slowly and incompletely to the subsequent stimulus of rising output. In most industrial countries, measured rates of unemployment remained at relatively high levels during the year. On the other hand, among the few countries for which data on job vacancies are available, only Germany was experiencing a significant rise in the ratio of job-seekers to jobs available by the end of the year. The mix of factors responsible for the persistence of relatively high recorded unemployment was not necessarily the same in all countries. Changes in social security programmes, changes in demographic patterns and in labour force participation, more intensive use of capital stock in response to wage pressure, and physical shortages of plant, equipment, materials and intermediate products may all have played their part in differing degrees.

The erosion of real wages by price increases intensified the upward pressure on wage rates in most countries. As output pressed harder against available capacity and supply, the scope for productivity gains inevitably diminished. In consequence the rise in unit labour costs is estimated to have been significantly faster than in 1972 in five out of the seven major industrial countries (see Table I). One exception was Canada, where there was little change. The other was the United King-

Si les mesures visant à modérer la demande n'ont été prises ni plus tôt ni de façon plus généralisée, la cause en est notamment que le chômage constituait toujours une source de vive préoccupation dans la plupart des pays. Le taux de chômage a atteint au cours de la récession de 1970-1971 des niveaux élevés qu'on avait perdu l'habitude d'observer depuis la fin de la guerre et, comparativement aux cycles antérieurs, semble n'avoir réagi que lentement et insuffisamment, par la suite, à l'impulsion donnée par la reprise de la production. Dans la plupart des pays industrialisés, le taux de chômage enregistré resta relativement fort au cours de l'année. Pourtant, si l'on considère les quelques pays pour lesquels on dispose de données sur les offres d'emploi non satisfaites, on constate que c'est seulement en Allemagne que le rapport demandes d'emploi/offres d'emploi a accusé une hausse significative à la fin de l'année. La combinaison de facteurs à l'origine de la persistance d'un taux de chômage relativement considérable n'était pas nécessairement la même dans tous les pays. Elle a pu comprendre, à des degrés divers, certaines modifications des régimes de sécurité sociale, des structures démographiques et des taux d'activité, une utilisation plus intensive de l'appareil productif en réponse à la pression des salaires ainsi qu'une insuffisance de biens d'équipement, de matériaux de base et de produits intermédiaires.

L'érosion des salaires réels du fait de l'escalade des prix intensifia la pression

Table I
Tableau I

Price and cost trends in selected countries
Évolution des prix et des coûts dans quelques pays

Percentage changes at annual rates Variations en %, taux annuels

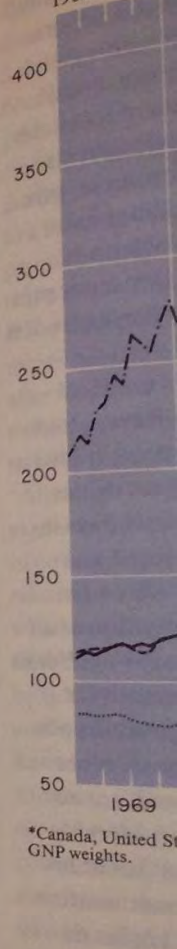
	Consumer prices, all goods and services Prix à la consommation, ensemble des biens et services				Unit labour costs, whole economy Coûts unitaires de main-d'œuvre, ensemble de l'économie				
	1970 1970	1971 1971	1972 1972	1973* 1973*	1970 1970	1971 1971	1972 1972	1973† 1973†	
Canada	3.3	2.9	4.8	9.1	5.5	3.4	4.7	4.8	Canada
United States	5.9	4.3	3.3	8.8	7.2	3.4	3.5	5.1	États-Unis
Japan	7.8	6.1	4.5	15.9	9.3	10.9	5.6	12.1	Japon
United Kingdom	6.4	9.4	7.1	10.3	9.0	9.8	8.2	5.2	Royaume-Uni
France	5.5	5.5	5.9	8.4	6.8	6.2	6.2	9.0	France
Germany	3.8	5.2	5.8	7.4	11.3	10.3	6.5	7.5	Allemagne
Italy	5.0	4.8	5.7	11.4	11.3	13.2	7.4	13.4	Italie
Netherlands	4.4	7.6	7.8	8.0					Pays-Bas
Belgium	4.0	4.3	5.5	6.7					Belgique
Sweden	7.1	7.4	6.0	8.4					Suède
Switzerland	3.6	6.6	6.7	10.9					Suisse

*Twelve months ending November, except for Canada and the United States where December data are available.
†Estimated. Data for all countries except Canada and the United States are OECD estimates, for the United States preliminary official data are used.

*Période de douze mois se terminant en novembre, sauf dans le cas du Canada et des États-Unis, pour lesquels on dispose des données de décembre.
†Estimations. Les données sont des estimations de l'O.C.D.E., sauf pour le Canada et les États-Unis. Dans le cas de ce dernier pays, on utilise des données préliminaires établies par des organismes gouvernementaux.

Chart II
Graphique II

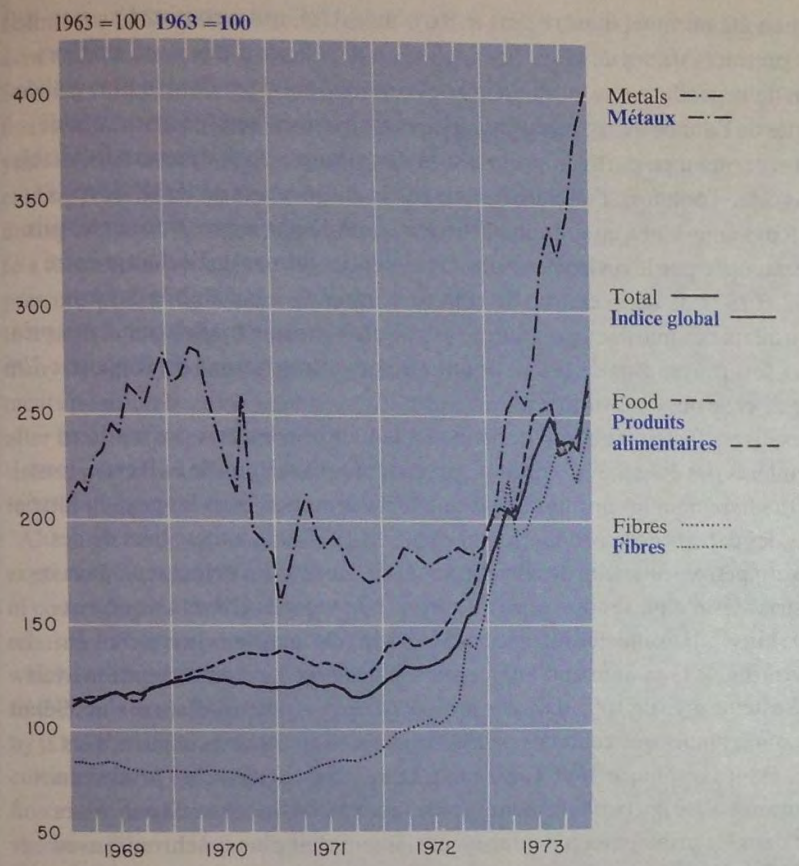
The Economist: W
The Economist: In



*Canada, United St
GNP weights.

dom, where
earlier stage
a period of s
postponed,
wise have oc
the United
sures resulti

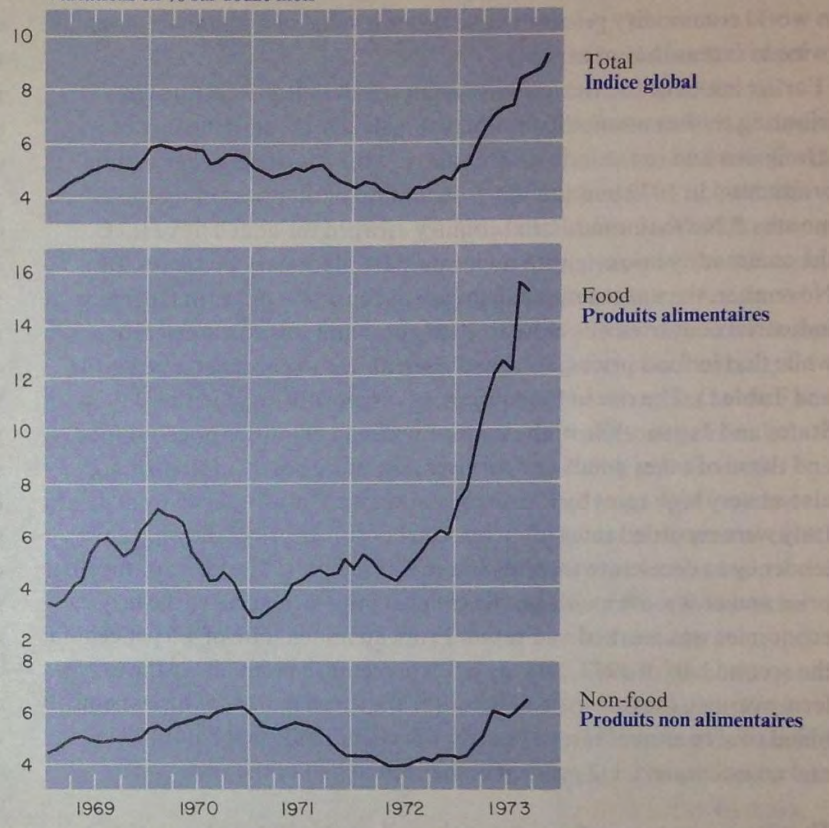
The Economist: World commodity price index
***The Economist:* Indice des prix mondiaux des matières premières**



*Canada, United States, Japan, United Kingdom, France, Germany and Italy. Calculation is based on 1971 GNP weights.

Consumer price index: major OECD countries*
Indice des prix à la consommation : Principaux pays membres de l'O.C.D.E.*

Percentage change, twelve months ending
Variations en % sur douze mois



**En ce qui concerne le Canada, les États-Unis, le Japon, le Royaume-Uni, la France, l'Allemagne et l'Italie, les données sont pondérées par le P.N.B. de 1971.

dom, where productivity gains continued at high rates well beyond the earlier stages of the cyclical upturn; a freeze on incomes followed by a period of severe restraint for most of the year also appears to have postponed, if not contained, part of the rise in wages that might otherwise have occurred. The benefit of this to the over-all price position of the United Kingdom, however, was largely swamped by the price pressures resulting from the drastic swing in its terms of trade between 1972

à la hausse sur la rémunération du travail dans la plupart des pays. Comme les marges de capacité inutilisées et les autres possibilités d'approvisionnement se réduisaient, il allait de soi que les possibilités d'augmentation de la productivité diminueraient également. Par conséquent, l'accroissement de la charge salariale par unité produite a, selon les estimations, été beaucoup plus rapide en 1973 qu'en 1972 dans cinq des sept principaux pays industrialisés (voir Tableau I). Font exception d'une part le Canada, où le change-

and 1973: the depreciation of the pound combined with the upsurge in world commodity prices to raise the unit value of UK imports roughly twice as fast as that of exports.

Earlier issues of the Review have analysed the various factors contributing to the commodity boom, in particular the simultaneity of strong demand in the industrial countries, the shortfalls in agricultural production in 1972 and the sharp escalation of oil prices in recent months.* No major industrial country escaped the added force that the commodity boom lent to their internal inflationary pressures. By November, the annual rate of increase in consumer prices in the major industrial countries was close to 10 per cent and was still accelerating, while that in food prices alone had risen above 15 per cent (see Chart II and Table I). The rise in food prices was especially rapid in the United States and Japan while in the major European countries prices of food and those of other goods and services rose more nearly in step, though also at very high rates by historical standards. Only in Germany and Italy were recorded rates of increase in consumer prices showing any tendency to decelerate towards the end of the year. The effect of these price and cost movements on the over-all price structures of the major economies was marked and rapid. From an annual rate of 4.5 per cent in the second half of 1972, already a full percentage point above the longer-term average, the GNP/GDP deflator for the seven major countries combined rose to annual rates of nearly 7 per cent in the first half of 1973 and an estimated 8 1/2 per cent in the second half of the year.

Exchange rates, international trade and current account balances

In the early months of 1973, renewed pressure on exchange markets led to a further major realignment of exchange rates and a growing number of countries allowed their exchange rates to float. The devaluation of the U.S. dollar by 10 per cent on 12 February was followed by the floating of the Italian lira and the Japanese yen. When speculative activity continued into March, the official foreign exchange markets in Europe and in Japan were closed for the first two weeks of that month, the Deutsche mark was revalued by 3 per cent, and it was agreed that the six currencies of European Community countries in the "snake" would float jointly

*See "Commodity prices in a world perspective", Bank of Canada Review, June 1973 and "International inflation and the impact on Canada", Bank of Canada Review, December 1973.

ment a été minime, d'autre part le Royaume-Uni, qui a continué bien au-delà des premiers stades de la reprise cyclique à bénéficier d'une forte amélioration de la productivité et où un gel des revenus, suivi pendant la plus grande partie de l'année de rigoureuses mesures restrictives, semble avoir retardé sinon contenu en partie la progression des salaires, probablement inévitable sans cela. Toutefois, l'effet bénéfique sur la conjoncture générale des prix au Royaume-Uni a en grande partie été annihilé par la pression sur les prix occasionnée par le revirement spectaculaire des termes de l'échange entre 1972 et 1973: la dépréciation de la livre, conjuguée à la flambée des prix mondiaux des matières premières, se traduisit par une majoration à peu près deux fois plus rapide de la valeur unitaire des importations du Royaume-Uni que de celle des exportations.

Les divers facteurs qui ont contribué à la flambée des prix des matières premières ont été analysés dans de précédentes livraisons de la Revue, tout particulièrement la simultanéité d'une forte demande dans les pays industrialisés, les déficits de la production agricole en 1972 et la hausse brutale des prix du pétrole au cours des derniers mois*. Aucun des principaux pays industrialisés n'a pu se soustraire au surcroît de vigueur communiqué aux pressions inflationnistes internes par le boom des matières premières. En novembre, le taux annuel d'augmentation des prix à la consommation avait déjà atteint près de 10% dans les principaux pays industrialisés et s'accélérait toujours, tandis que celui des prix des denrées alimentaires dépassait les 15% (voir Graphique II et Tableau I). Le renchérissement des produits alimentaires a été particulièrement rapide aux États-Unis et au Japon, alors que dans les principaux pays européens, il semblait plus synchronisé avec celui des autres biens et des services, tout en restant toujours considérable comparativement à son évolution passée. L'Italie et l'Allemagne furent les seuls pays où le rythme annuel d'augmentation des prix à la consommation manifesta quelques signes de décélération vers la fin de l'année. L'effet de ces variations des prix et des coûts sur les structures globales des prix dans ces grands pays fut prononcé et rapide. L'indice de déflation du P.N.B./P.I.B. pour l'ensemble des sept principaux pays, qui s'élevait en taux annuel au deuxième semestre de 1972 à 4.5%, soit à un pourcent de plus que la moyenne à assez long terme, a atteint un taux annuel de près de 7% au cours du premier semestre de 1973 et, selon des estimations, de 8½% pour la seconde moitié de l'année.

*Voir *Les prix des matières premières dans le contexte international* et *L'inflation à l'étranger et ses répercussions au Canada*, Revue de la Banque du Canada, numéros de juin et de décembre 1973.

against the U.S. dollar. The UK pound, the Swiss franc and the Canadian dollar continued to float independently. The Norwegian and Swedish currencies later joined the six EC currencies in their common float and a further dozen countries floated their currencies during the year. Several countries that continued to observe fixed margins, including Australia, made changes in their par values or their central rates during the year. A renewal of speculative pressures, starting in May, led to a further 5.5 per cent revaluation of the DM on 29 June; this eased the pressure within the snake but its general upward movement continued to a peak in late July. Thereafter it weakened as interest rates in Germany declined and as the extent of the improvement in the U.S. payments position became apparent. Pressure on the yen on the other hand, after its initial appreciation in February and March, was fairly consistently downward and substantial official intervention was undertaken to hold the market rate steady.

Although exchange market values of most currencies continue to be expressed in terms of the U.S. dollar, a country's competitive position is, of course, related to the effective change in the value of its currency in relation to the currencies of all the countries with which it trades or with which it competes in third markets. For example, the effective movement of the Canadian dollar can be reasonably well represented statistically by taking the change in its market value against each of the other major currencies and weighting these changes according to the bilateral trade flows between Canada and the countries concerned. In the calculations shown in Chart III the effective movements in the Canadian dollar and six other currencies are based on 1971 trade flows among the industrial countries of the Group of Ten* and Switzerland, leaving aside these countries' trade with the rest of the world. More elaborate models that cover a larger number of countries and attempt to allow for import elasticities and substitution effects in third markets have been developed by other institutions, but these yield results that are broadly similar to those shown here.

Among the major currencies, the magnitudes of effective devaluations and revaluations that resulted from the Smithsonian realignment in late 1971 were sharply increased by the further realignments of February and March 1973. A grouping of three strong currencies emerged – the DM,

*Belgium, France, Germany, Italy, the Netherlands, the United Kingdom, Sweden, Japan, Canada and the United States.

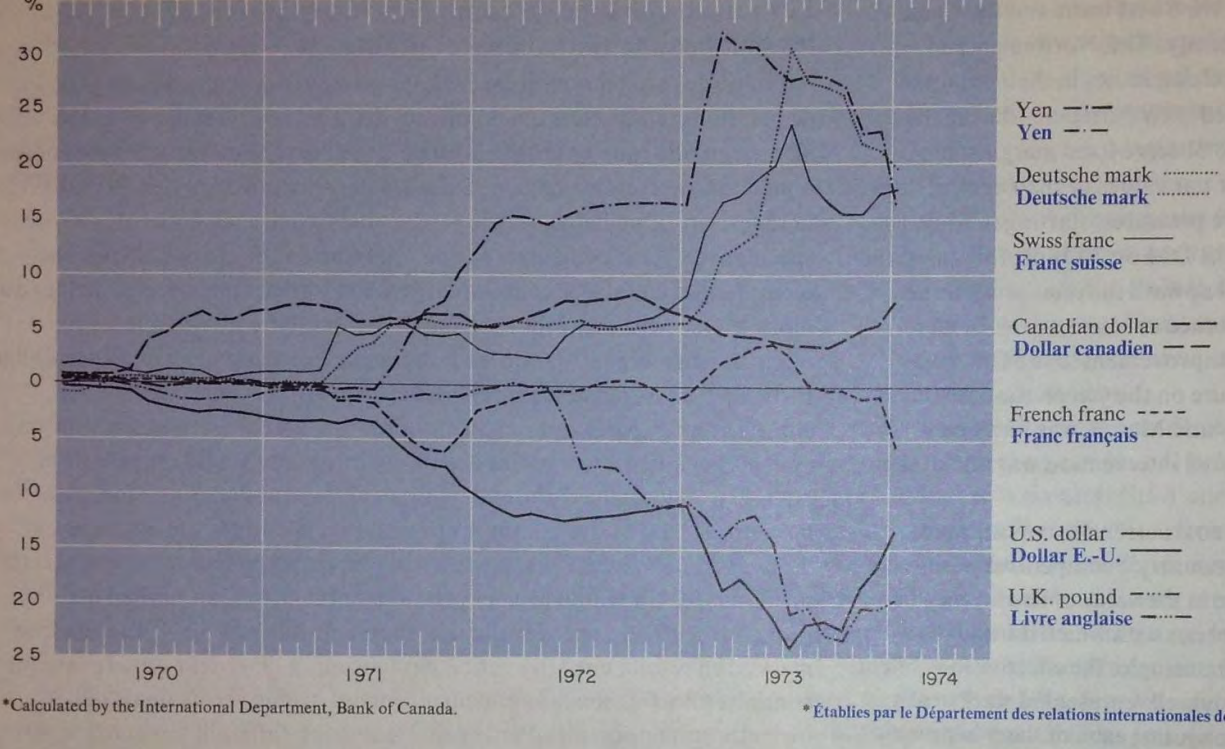
Les taux de change, le commerce international et les balances des paiements courants

Au cours des premiers mois de 1973, les marchés des changes furent l'objet de pressions renouvelées qui donnèrent lieu à un nouvel et important réalignement des taux de change ainsi qu'à la mise en flottement des monnaies d'un nombre croissant de pays. Suite à la dévaluation de 10% du dollar É.-U. le 12 février, la lire italienne et le yen japonais se mirent à flotter. L'activité spéculative s'étant poursuivie en mars, les marchés de change officiels restèrent fermés en Europe et au Japon pendant les deux premières semaines du mois, le Deutsche mark fut réévalué de 3% et il fut convenu que les six monnaies du «serpent» européen flotteraient de concert par rapport au dollar É.-U. La livre anglaise, le franc suisse et le dollar canadien continuèrent, eux, de flotter séparément. La Suède et la Norvège adhérèrent par la suite au système de flottement conjoint des monnaies adopté par les six pays de la C.E.E. et une douzaine d'autres pays firent également flotter leur monnaie au cours de l'année. De nombreux pays, dont l'Australie, qui continuèrent d'observer des marges fixes, modifièrent leur parité ou leur taux central cette même année. Un renouveau des pressions spéculatives, amorcé en mai, provoqua le 29 juin une réévaluation supplémentaire de 5.5% du Deutsche mark; il en résulta une atténuation des tensions à l'intérieur du serpent, qui continua toutefois son mouvement ascendant jusque vers la fin de juillet, où il atteignit un sommet. Par la suite, le serpent s'affaiblit lorsque le loyer de l'argent en Allemagne commença à descendre et que l'ampleur de l'amélioration de la situation des paiements aux États-Unis devint manifeste. Le yen, d'un autre côté, après avoir accusé une hausse en février et en mars, fut l'objet de pressions à la baisse assez constantes et les autorités intervinrent énergiquement en vue d'en régulariser le cours.

Bien que les cours de la plupart des monnaies continuent d'être exprimés par rapport au dollar É.-U., la position concurrentielle d'un pays est naturellement liée aux modifications effectives de la valeur de sa monnaie par rapport à celle de tous ses partenaires commerciaux ou de ses concurrents sur les marchés étrangers. Par exemple, on peut obtenir une représentation statistique acceptable de l'évolution du cours du dollar canadien en prenant les variations de son cours sur le marché par rapport à chacune des autres grandes devises et en les pondérant suivant l'importance des échanges bilatéraux du Canada avec les pays en cause. Au Graphique III, les variations effectives du dollar canadien et de six autres monnaies sont basées sur les échanges commerciaux qui ont eu lieu en 1971 entre les pays industrialisés

Chart III Effective changes in exchange rates from May 1970 IMF parities*
Graphique III Variations pondérées des cours du change par rapport aux parités déclarées au F.M.I. en mai 1970*

Monthly averages of spot rates **Moyenne mensuelle des cours au comptant**



*Calculated by the International Department, Bank of Canada.

* Établies par le Département des relations internationales de la Banque du Canada.

Swiss franc and Japanese yen – with weighted exchange rates ranging between 10 and 30 per cent above their 1970 levels. A grouping of weak currencies also developed including the U.S. dollar, the pound sterling and the Italian lira. The currencies of other member countries of the Group of Ten moved, like the Canadian dollar and the French franc, mainly within an effective range of not much more than plus or minus 5 per cent around their former levels. In the case of the Canadian dollar, the marked stability in the weighted exchange rate is a reflection of the preponderance of bilateral trade with the United States and of the stability in the market rate against the U.S. dollar, despite the fact that the U.S. dollar moved quite widely against other currencies. For most other currencies whose rates showed little effective change, this resulted mainly from a combination of market appreciation against the U.S. dollar and market depreciation against trading partners with strong currencies.

du Groupe des Dix* plus la Suisse, mais elles négligent le commerce de ces pays avec le reste du monde. Des modèles plus complexes, couvrant un plus grand nombre de pays et s'efforçant de tenir compte de l'élasticité des importations et des effets de substitution sur les marchés tiers, ont été élaborés par d'autres institutions, mais leurs résultats sont dans l'ensemble assez semblables à ceux qu'on trouve ici.

Si l'on s'en tient aux principales devises, on s'aperçoit que l'ampleur des dévaluations et des réévaluations effectives résultant du réalignement monétaire décidé au Smithsonian Institute vers la fin de 1971 a été nettement amplifiée par les ajustements additionnels de février et de mars 1973. Il y eut alors un groupe de trois monnaies fortes : le mark allemand, le franc suisse et le yen japonais, dont le cours de change pondéré était de 10 à 30% plus

* Allemagne, Belgique, Canada, États-Unis, France, Italie, Japon, Pays-Bas, Royaume-Uni et Suède.

Prior to the oil crisis international trade flows weathered the stormy developments in exchange markets and commodity markets well, and it appeared that the serious imbalances in current account positions among industrial countries that had overshadowed the international economic and financial system throughout 1972 were in the process of being mitigated. In volume terms, the total merchandise trade of OECD member countries increased by about 14 per cent in 1973, as against 9 1/2 per cent in 1972. For the year as a whole, and before the recent sharp increases in oil prices could exert a major impact, the terms of trade moved against the industrial countries to the extent of an 11 1/2 per cent increase in the average values of their imports compared with a 9 per cent increase in their average export values.

Changes in the current account balances of the industrial countries in 1973 owed a good deal to the exchange rate realignment that had taken place in late 1971. Exchange rate movements have immediate effects on trade prices, but for most countries the volume of trade responds comparatively slowly to these price effects and the extent of the response depends upon the *effective* changes in exchange rates. In addition to the changes in their exchange rates in 1971 and subsequently, the payments positions of individual countries in 1973 were also much affected by the extent to which they are exporters or importers of primary commodities. It is now apparent that the relative depreciation of the U.S. dollar after the Smithsonian realignment, combined with the strong demand for U.S. agricultural exports which developed during 1972, was already moving the U.S. merchandise trade balance rapidly back from its large deficit position towards surplus by the early months of 1973 and this movement was reinforced by the continued rise in the value of agricultural exports last year. The principal counterpart surplus among the industrial nations, that of Japan, rapidly narrowed during the year. This was in part due to the relative appreciation of the yen prior to March; in addition the rapid growth of imports, which was to some extent officially encouraged, and the upsurge in commodity prices accentuated the marked reversal in Japan's current account position. In the same way the commodity boom contributed to pressure on the trade balances and exchange rates of the United Kingdom and many other Western European countries, while it enhanced the trading position of those developed countries that are also major exporters of primary commodities, such as the United States, Canada, Australia and New Zealand, as well as the positions of many of the developing countries.

élevé qu'en 1970. Un groupe de monnaies faibles apparut également, qui comprenait le dollar É.-U., la livre sterling et la lire italienne. De leur côté, les monnaies des autres pays membres du Groupe des Dix, notamment le dollar canadien et le franc français, fluctuaient essentiellement dans des marges effectives d'environ 5% de part et d'autre de leur parité antérieure. La stabilité marquée du taux de change pondéré du dollar canadien traduit l'importance prépondérante des échanges bilatéraux entre le Canada et les États-Unis et la stabilité du cours flottant de notre devise vis-à-vis du dollar É.-U., même si ce dernier a subi de fortes fluctuations par rapport à d'autres monnaies. Dans le cas de la plupart des autres devises dont le cours pondéré n'a guère varié, il s'agit surtout du résultat de deux facteurs conjoints : une appréciation nominale vis-à-vis du dollar É.-U. et une dépréciation nominale à l'égard des monnaies fortes des autres partenaires commerciaux.

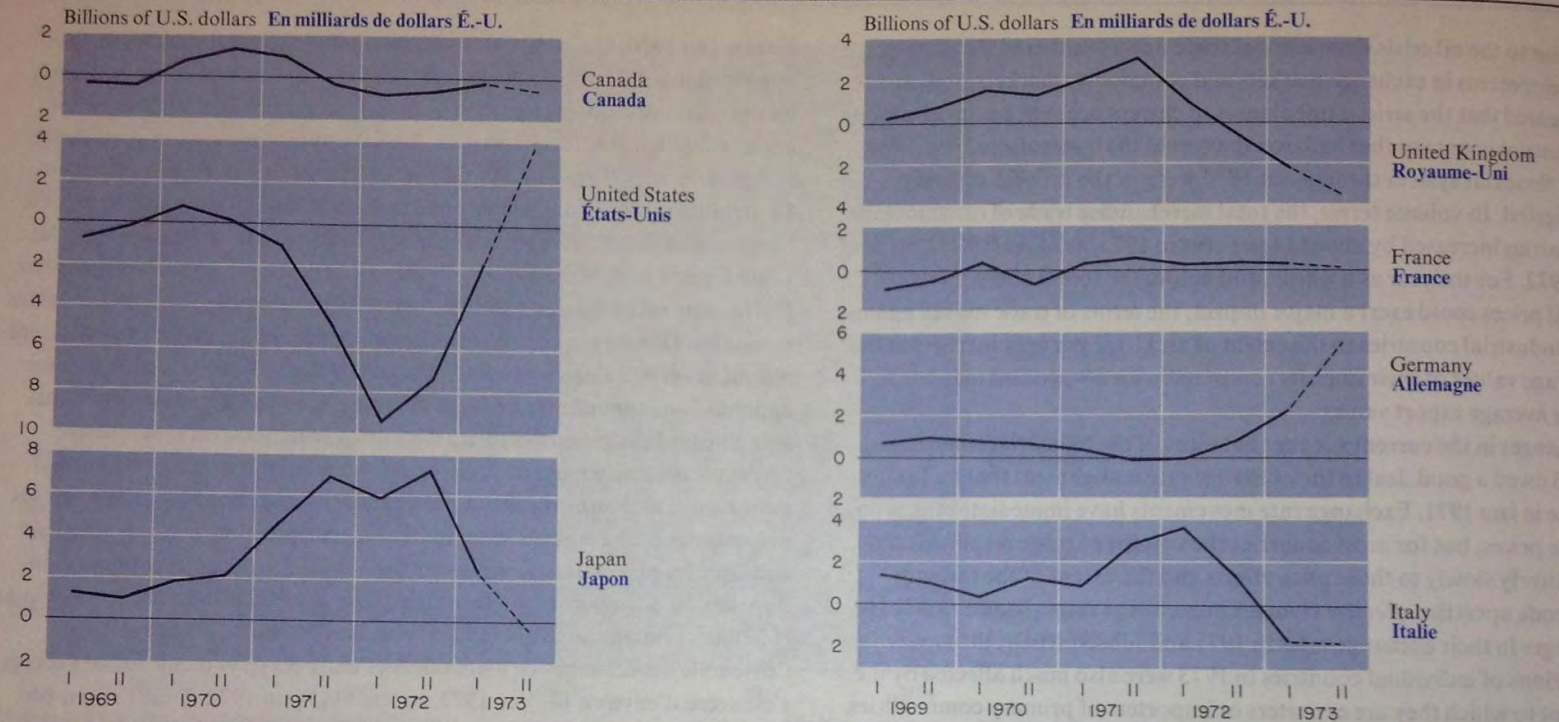
Avant le déclenchement de la crise pétrolière, le commerce international avait bien résisté aux orages qui s'étaient déchaînés de temps à autre sur les marchés des changes et sur les marchés des matières premières. Il semblait donc que les graves déséquilibres des paiements courants entre les pays industrialisés, qui avaient troublé tout au long de 1972 le système économique et financier international, étaient en voie de s'atténuer. En termes réels, l'ensemble des échanges de marchandises entre les pays membres de l'O.C.D.E. s'est accru d'environ 14% en 1973, contre 9½% en 1972. Pour l'ensemble de l'année, soit avant que la flambée des prix pétroliers eût pu avoir des répercussions appréciables, les termes de l'échange s'étaient détériorés pour les pays industrialisés, la valeur moyenne de leurs importations ayant augmenté de 11½%, alors que celle de leurs exportations s'accroissait de 9%.

L'évolution en 1973 des balances des paiements courants des pays industrialisés est liée dans une large mesure au réalignement monétaire survenu vers la fin de 1971. Les modifications des taux de change influent immédiatement sur les cours des marchandises échangées, mais dans la plupart des pays ces modifications de prix ne se répercutent que de façon relativement lente sur le volume des transactions et l'ampleur de la répercussion est fonction des variations *effectives* des taux de change. En plus d'avoir été influencée par les modifications des taux de change à partir de 1971, la situation des paiements de chacun des pays a aussi beaucoup dépendu en 1973 de la mesure dans laquelle ces derniers étaient exportateurs ou importateurs de matières premières. On constate maintenant que l'effet conjugué de la dépréciation relative du dollar É.-U. au lendemain du réalignement de Washington et de la forte demande à l'étranger de produits agricoles américains manifestée en 1972 avait commencé dès les premiers mois de 1973 à rendre rapidement

Chart IV
Graphique IV

Current accounts of the balance of payments: Major OECD countries
Balance des paiements courants : Principaux pays membres de l'O.C.D.E.

Seasonally adjusted at annual rates **Données désaisonnalisées, taux annuels**



Note: Data for the second half of 1973 for Canada and the United States are official preliminary estimates, for other countries OECD estimates.

Nota : Les données du second semestre de 1973 sont des estimations de l'O.C.D.E.; dans le cas du Canada et des États-Unis, il s'agit d'estimations préliminaires établies par des organismes gouvernementaux.

The German trade surplus, however, withstood the effect of higher commodity prices and appreciations of the DM, and increased significantly throughout 1973. Aside from the favourable terms of trade impact of the effective appreciation of the DM, there was unexpectedly little response in German trade in *volume* terms to this relative change in prices. German exports, particularly of capital goods, continued to grow strongly after their prices in terms of other currencies had risen significantly, while German imports, although correspondingly cheaper in DM terms, have remained comparatively flat. The explanation appears to lie chiefly in a relatively higher rate of investment in productive capacity in Germany than elsewhere during the previous expansion and the resulting ability of German industry to meet export and domestic

excédentaire la balance commerciale américaine jusque-là nettement déficitaire; cette évolution a encore été renforcée par le renchérissement continu des exportations américaines de produits agricoles tout au cours de l'année. Le solde excédentaire du Japon, principale contrepartie de ce déficit dans les comptes des pays industrialisés, s'est rapidement contracté au cours de l'année, en raison notamment de l'appréciation relative du yen jusqu'en février. De plus, la croissance rapide des importations, encouragée dans une certaine mesure par les autorités, et la hausse des prix des matières premières ont accéléré le net revirement de la balance des paiements courants du Japon. Pareillement, le boom des matières premières a contribué à exercer des pressions sur les balances commerciales et sur les taux de change du Royaume-Uni et de nombreux autres pays d'Europe occidentale, tout en améliorant la

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

Billions of U.S. dollars, seasonally adjusted at annual rates En milliards de dollars É.-U.; données désaisonnalisées, taux annuels

	1970 1970	1971 1971	1972 1972	1973* 1973*	1971 1971 I I	1971 1971 II II	1972 1972 I I	1972 1972 II II	1973 1973 I I	1973 1973 II* II*	
France	–0.15	0.53	0.28	0.20	0.32	0.58	0.24	0.32	0.30	0.10	France
Germany	0.68	0.17	0.40	3.85	0.40	–0.06	–0.02	0.82	2.24	5.40	Allemagne
Italy	0.76	2.03	2.55	–1.75	0.82	2.88	3.70	1.40	–1.74	–1.80	Italie
Belgium–Luxembourg	0.75	0.45	1.30	1.10	0.50	0.80	0.90	1.70	1.50	0.70	Belgique–Luxembourg
Netherlands	–0.47	–0.17	1.05	2.20	–0.14	–0.20	1.16	0.94	2.66	1.70	Pays-Bas
United Kingdom	1.47	2.56	0.22	–2.80	2.02	3.06	1.02	–0.58	–2.16	–3.40	Royaume-Uni
Japan	1.97	5.80	6.63	0.90	4.62	6.98	5.96	7.30	2.30	–0.40	Japon
Australia	–0.88	–0.90	0.32	0.60	–0.88	–0.92	–0.06	0.70	1.16	0.10	Australie
Canada	1.03	0.39	–0.68	–0.33	1.00	–0.32	–0.78	–0.58	–0.18	–0.48	Canada
United States	0.44	–2.82	–8.35	1.00	–0.94	–4.76	–9.42	–7.28	–1.82	3.80	États-Unis
Total OECD	3.91	7.37	4.25	5.62	6.68	4.76	3.80	4.70	6.40	4.62	Ensemble des pays membres de l'O.C.D.E.

*Data for the second half of 1973 for Canada are official preliminary estimates, for other countries OECD estimates published in December 1973. Preliminary estimates since released for the United States indicate a current account surplus for 1973 of the order of $3 billion and it seems likely that changes in the balances shown above for the United Kingdom, Italy and Japan, in particular, will offset the increase in the U.S. figures.

*En ce qui concerne le Canada, les données du second semestre de 1973 sont des estimations préliminaires établies par des organismes gouvernementaux. Dans le cas des autres pays membres de l'O.C.D.E., il s'agit d'estimations publiées en décembre 1973. Des chiffres provisoires publiés depuis font état d'un excédent de la balance américaine des paiements de l'ordre de 3 milliards de dollars et il est vraisemblable que les variations des soldes ci-dessus, en particulier de ceux du Royaume-Uni, de l'Italie et du Japon, compenseront l'accroissement du solde américain.

orders in 1973 at a time when competitors in other countries were already working to capacity, and their delivery delays were lengthening. Ordering from abroad in anticipation of further DM revaluations, and acceptance by German producers of lower profit margins in order to retain export and domestic markets, may also have played a part. At the other extreme, the trade balance of the United Kingdom was subject to a combination of unfavourable influences. The effective depreciation of sterling from mid-1972 onwards did restrain the growth in the volume of imports and accelerate that of exports in 1973, but the improvement in the trade balance in volume terms was sluggish. It fell far short of offsetting the adverse movement in the U.K. terms of trade resulting both from the depreciation and the commodity price boom; as a result, the trade deficit in value terms deepened further and very rapidly.

These swings in trade balances were the principal causes of the changes in current account balances shown in Chart IV. While the undue weakness in the U.S. current account balance and the excessive strength in that of Japan had been wholly eliminated by the second half of the year, some stresses remained in the system as a whole as a result of the diver-

position commerciale des pays industrialisés grands exportateurs de matières premières, tels que les États-Unis, le Canada, l'Australie, la Nouvelle-Zélande, et celle d'un grand nombre de pays en voie de développement.

Le solde excédentaire de la balance commerciale allemande ne souffrit toutefois pas du renchérissement des matières premières ni des relèvements du cours du DM, et continua même de s'accroître considérablement en 1973. Mise à part l'incidence favorable de l'appréciation effective du DM sur les termes de l'échange, le commerce allemand *en termes réels* n'a, chose surprenante, guère réagi à cette modification relative du niveau des prix. Les exportations allemandes, particulièrement celles de biens d'équipement, ont continué de croître vigoureusement après que leur prix en monnaies d'autres pays se fut considérablement relevé, tandis que les importations allemandes restaient relativement stables bien que leur prix en Deutsche marks eût diminué d'autant. Cette évolution serait due surtout au fait que durant la période antérieure d'expansion, le rythme d'investissement en biens de production avait été relativement plus élevé en Allemagne qu'ailleurs, ce qui permit à l'industrie allemande de remplir les commandes des marchés intérieur et extérieurs en 1973, tandis que l'appareil industriel des pays concur-

gent movements of the U.K. and German balances. Changes in the balances of other industrial countries, shown in Table II, were less dramatic than for these four major countries. Only fragmentary information is available on the current account positions of developing countries in 1973, but it is clear that there was a substantial improvement in the combined surplus of the oil exporting countries, which resulted from the increases in posted oil prices that came into effect early in the year.

Capital flows

The disturbances in exchange markets in February and March of 1973 marked something of a watershed for international flows of capital and banking funds. Until then, speculative capital flows were generally as massive and disruptive as they had frequently been in the past few years, despite the steady proliferation of controls, guidelines and other forms of restraint. Further controls were introduced or existing controls were tightened in a number of countries during the exchange crisis of early 1973 itself. Nevertheless, for the first quarter as a whole, there was a net outflow from the United States of as much as $10 billion and a net inflow into Germany of more than $5 billion, at a time when opposite flows of these magnitudes would have been desirable to offset the current account positions of the countries concerned.

After the first quarter, most major currencies were floating; changing market views were therefore somewhat more readily accommodated by movements of exchange rates and did not always result in actual flows of funds on a significant scale. Although data for the fourth quarter are not yet complete, international capital markets so far appear to have been under less strain since last March. Sustained speculative pressures did at times result in fairly large movements of funds, and the inflow into Germany persisted for the following six months. There was also a persistent net outflow from Japan, mainly of long-term capital, that became less appropriate as the current account balance began moving into deficit. On the other hand, funds started to flow back into the United States in moderate volume in the second quarter and to the extent of about $2 billion in the third; although the United Kingdom and Italy both suffered significant outflows of speculative funds as their currencies repeatedly came under pressure, they succeeded in offsetting these by encouraging public sector long-term borrowing on a large scale in Euro-currency markets.

Interest rates rose to levels that were exceptionally high by historical

rents tournait à pleine capacité et que ses délais de livraison s'allongeaient. Le placement de commandes par l'étranger en prévision de nouvelles réévaluations du mark et l'acceptation par les producteurs allemands d'une réduction de leurs marges bénéficiaires dans le but de conserver les marchés national et étrangers, peuvent également avoir joué dans le même sens. À l'autre extrême, la balance commerciale du Royaume-Uni a pâti d'un ensemble de facteurs défavorables. Sans doute, la dépréciation effective du sterling depuis le milieu de 1972 a-t-elle en fait entravé la croissance en volume des importations et accéléré celle des exportations en 1973 mais, en termes réels, l'amélioration de la balance commerciale a été assez faible. Elle a été nettement incapable de compenser l'orientation défavorable des termes de l'échange du Royaume-Uni résultant à la fois de la dépréciation de la livre et de l'escalade des prix des matières premières. Aussi le déficit commercial en termes monétaires continua-t-il de s'aggraver très rapidement.

Ces renversements des soldes commerciaux furent les principales causes des modifications des paiements courants illustrées au Graphique IV. Si la faiblesse exagérée de la balance courante des États-Unis et la vigueur excessive de celle du Japon disparurent complètement au second semestre de l'année, quelques tensions dues aux tendances divergentes des balances britannique et allemande n'en continuèrent pas moins de se manifester dans l'ensemble du système. Les variations des balances des autres pays industrialisés, que le lecteur trouvera au Tableau II, ont été moins spectaculaires que dans le cas des quatre grands pays précités. On ne dispose pour 1973 que de renseignements fragmentaires sur les situations des paiements courants des pays en voie de développement, mais il est évident que l'excédent global des pays exportateurs de pétrole s'est considérablement amélioré à la suite de l'augmentation des prix affichés du pétrole, entrée en vigueur au début de l'année.

Les mouvements de capitaux

Les perturbations sur les marchés de change en février et en mars derniers ont constitué une sorte de tournant dans l'évolution des mouvements internationaux de capitaux et de dépôts bancaires. Jusque-là, les mouvements spéculatifs de capitaux n'avaient dans l'ensemble rien perdu de l'ampleur ni du caractère perturbateur qu'ils avaient souvent eus au cours des dernières années, malgré la prolifération constante de mesures de contrôle, de directives et d'autres formes de restriction. Pendant la crise des changes au début de 1973, un certain nombre de pays instituèrent des mesures de contrôle additionnelles ou renforcèrent les contrôles existants. Néanmoins, pour l'ensemble du premier trimestre, on observa une sortie nette de capitaux

standards in most countries during the period January to July, and rates in the Euro-dollar market also strengthened very markedly. Forward exchange margins kept covered interest rate differentials fairly steady, but until the autumn these persistently favoured an inflow of short-term capital into Germany and an outflow from the United Kingdom; interest-sensitive funds clearly also moved in some volume on an uncovered basis where exchange rate prospects seemed favourable. However, capital controls impeded interest-induced flows much more than speculative movements and in some instances interest rate differentials did not result in significant flows of funds.

The impact of the oil crisis

As the foregoing sections have shown, on the eve of the Middle East war the countries of the industrial world were in the delicate process of trying to ease down to sustainable rates of economic growth following a period during which stimulative demand management policies had been widely pursued with mutually reinforcing effects. These policies had imposed severe strain upon an economic system in which investment in productive capacity had tended to lag behind other expenditures and in which supply shortages were widespread. By the end of the third quarter of 1973, these bottlenecks were exerting a considerable degree of restraint upon the rate of real growth. At the same time the commodity boom was continuing and the effects of this and of other cost increases were still by no means fully reflected in final prices.

In October the members of the Organization of Petroleum Exporting Countries (OPEC)* agreed on a sharp increase in posted export prices, a decision that was almost immediately followed by an announcement by the Arab member countries of cutbacks in output and embargoes on shipments to selected countries. In December all members of OPEC announced even sharper increases in posted prices to become effective January 1974. As a result, the landed cost of oil in importing countries was effectively almost trebled in a twelve month period.

The uncertainties created by the oil crisis and the differing degrees of dependence on imported oil have been reflected in recent weeks in the movement of exchange rates in favour of the U.S. dollar. By mid-January, this had already brought the U.S. dollar about half-way back from its mid-year low point (see Chart III), and led to a decline of com-

*Member countries are Abu Dhabi, Algeria, Ecuador, Indonesia, Iran, Iraq, Kuwait, Libya, Nigeria, Qatar, Saudi Arabia and Venezuela.

des États-Unis de près de 10 milliards de dollars et une entrée nette en Allemagne de plus de 5 milliards de dollars, à une époque où des mouvements nets de capitaux du même ordre de grandeur mais de sens opposé eussent été souhaitables pour contrebalancer les soldes des paiements courants de ces pays.

Après le premier trimestre, la plupart des principales monnaies s'étaient mises à flotter; de ce fait, les fluctuations des taux de change pouvaient s'adapter plus rapidement à l'humeur changeante du marché, laquelle ne se traduisit pas toujours par des mouvements réels de fonds d'importance significative. Bien qu'on ne dispose pas encore de données complètes pour le dernier trimestre, il semble que les marchés internationaux de capitaux aient marqué une certaine détente depuis mars dernier. Pourtant, des pressions spéculatives constantes provoquèrent à l'occasion des mouvements de fonds assez considérables, et l'afflux de capitaux vers l'Allemagne se poursuivit encore pendant six mois. Le Japon continua également d'enregistrer une sortie nette de capitaux – principalement de capitaux à long terme – qui devint moins opportune à mesure que sa balance des paiements courants devenait déficitaire. Par ailleurs, les capitaux commencèrent à reprendre le chemin des États-Unis, en quantité modérée au deuxième trimestre, puis sur une plus grande échelle au troisième trimestre, au cours duquel les entrées nettes totalisèrent environ 2 milliards de dollars. Bien que le Royaume-Uni et l'Italie, dont les monnaies subirent des pressions à diverses reprises, fussent victimes de sorties de capitaux spéculatifs, ils réussirent à les compenser en suscitant des emprunts massifs à long terme du secteur public sur les marchés des euromonnaies.

De janvier à juillet, les taux d'intérêt atteignirent dans la plupart des pays des niveaux exceptionnellement élevés par rapport à ceux qui avaient été observés dans le passé et les taux pratiqués sur le marché de l'eurodollar se raffermirent aussi considérablement. L'écart entre les taux d'intérêt – change à terme compris – demeura relativement stable en raison de l'évolution des marges de couverture, mais jusqu'à l'automne, favorisa constamment l'entrée de capitaux à court terme en Allemagne et la sortie de fonds similaires du Royaume-Uni; en outre, un volume assez considérable de fonds sensibles aux fluctuations des taux d'intérêt s'orienta sans couverture à terme vers les places dont le taux de change offrait des perspectives attrayantes. Toutefois, les mesures de contrôle restreignirent beaucoup plus les flux de fonds provoqués par des différences entre taux d'intérêt que les mouvements spéculatifs et dans certains cas les écarts entre taux d'intérêt n'entraînèrent pas de mouvements significatifs de capitaux.

parable proportions in the relative values of the DM and the yen, while the pound and the lira remained relatively weak. Further strengthening of the U.S. dollar against the European and Japanese currencies followed the independent floating of the French franc on 19 January, and on 29 January the United States removed all its remaining controls over capital movements. This move was followed within a few days by the relaxation of capital controls by Germany and a number of other countries.

The direct effects of shortages of petroleum appear so far to have been limited; in part this is because the initial production cutbacks have been partially restored and in part because of economies in use that have been encouraged both by the authorities in consuming countries and by the sharpness of the price increase. However the shortfall in supplies has aggravated shortages of particular petroleum products and important petroleum derivatives, such as plastics and fertilizers. In addition a shortage of bunkering oil has caused some disruption to shipping. In the case of the United Kingdom where there has been a sharp cutback in industrial production since the end of 1973, this has been due primarily to a labour dispute in the coal-mining industry and a mandatory shortening of the work-week to conserve coal supplies.

Considerations of supply apart, the sharp escalation of oil prices itself has important immediate implications for the economic performance of all oil importing countries. It has clearly added to the already serious upward push on domestic price levels and greatly reduced the chances of achieving slower rates of price increase this year, as had been widely hoped prior to the oil crisis. At the same time, the abrupt rise in oil prices has the immediate effect of reducing real demand in oil consuming countries by about as much as the increase in their oil import bill – an amount currently estimated at well over $50 billion a year. In addition, uncertainties regarding both the price and supply prospects for oil have tended to dampen consumer outlays on transportation and travel. These deflationary effects on demand are tending to reinforce the impact of policy restraints which were already beginning to take hold in certain countries. This may be seen for example in the United States where the slowing of aggregate demand has been sharper than expected owing to the extent of the weakening of car sales. In sum, the initial impact of the oil producers' actions in late 1973 is likely to accentuate the slowdown that had been foreseen last autumn for most industrial countries in 1974. The seriousness of this will be limited to the extent that demand

Les répercussions de la crise pétrolière

Comme on a pu le constater à la lecture des sections précédentes, à la veille de la guerre du Moyen-Orient les pays industrialisés s'efforçaient de réaliser la délicate tâche de ramener leur croissance à un rythme soutenable, alors qu'ils avaient jusque-là plutôt poursuivi des politiques de stimulation de la demande dont les effets se renforçaient mutuellement. Ces politiques avaient provoqué de très fortes tensions au sein d'un système économique caractérisé par une tendance des investissements en biens d'équipement moins ferme que celle des autres dépenses et par des pénuries généralisées. À la fin du troisième trimestre 1973, ces goulots d'étranglement freinèrent considérablement le taux de croissance réelle. Simultanément, le boom des matières premières se poursuivait sans pour autant que ses effets et ceux d'autres augmentations de coût ne fussent pleinement répercutés sur les prix finals.

En octobre, les pays membres de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (O.P.E.P.*) se mirent d'accord pour décréter une vive augmentation de leurs prix à l'exportation affichés; à cette décision succéda presque immédiatement l'annonce par les pays arabes membres de l'O.P.E.P. de réductions de leur production et d'un embargo sur les expéditions vers certains pays. En décembre, tous les membres de l'O.P.E.P. décrétèrent des majorations encore plus fortes des prix affichés, qui entreraient en vigueur en janvier 1974. Au total, en douze mois, le prix de revient du pétrole dans les pays importateurs a presque triplé.

Les incertitudes suscitées par la crise du pétrole et la variabilité de la dépendance à l'égard du pétrole importé se sont traduites ces dernières semaines par une évolution favorable du taux de change du dollar É.-U. À la mi-janvier, le dollar É.-U. avait ainsi récupéré environ la moitié du terrain perdu vers le milieu de l'année, lorsqu'il avait touché son cours plancher (voir Graphique III); le Deutsche mark et le yen baissaient dans une proportion comparable, tandis que la livre et la lire restaient relativement faibles. Un nouveau renforcement du dollar É.-U. par rapport aux monnaies européennes et japonaise suivit l'annonce de la mise en flottement indépendant du franc français le 19 janvier 1974 et, le 29 janvier, les États-Unis supprimèrent les derniers contrôles sur les mouvements de capitaux. Cette mesure fut suivie en l'espace de quelques jours par la fin des restrictions similaires en Allemagne et dans un certain nombre d'autres pays.

La pénurie de pétrole semble n'avoir eu jusqu'à présent que des effets limités; l'abrogation partielle des réductions initiales de la production et la dimi-

*Les pays membres sont: Abu Dhabi, l'Algérie, l'Arabie Séoudite, l'Équateur, l'Indonésie, l'Iran, l'Iraq, le Koweït, la Libye, le Nigeria, le Qatar et le Venezuela.

policies are adjusted appropriately in the industrial countries most seriously affected, that oil supplies come reasonably close to meeting requirements, and that consumer and business confidence is maintained. Some plans for capital expenditures on projects in which fuel costs are critical have presumably been postponed or abandoned already. At the same time, the incentive to invest in alternative sources of energy production has been greatly enhanced. Thus if general demand conditions are reasonably well maintained, business capital expenditure still holds the prospect of providing significant support to the economies of most industrial countries.

A more intractable set of problems created by the pricing policies of the OPEC countries arises out of their serious consequences for the structure of world payments. Given the relatively limited ability of a number of the OPEC member countries to increase their imports, they will, in total, run a very large current surplus if oil prices are maintained near present levels. Similarly the industrial countries as a group will see their traditional combined surplus on current account disappear and be replaced by a large deficit, while oil-importing developing countries face the prospect of a very serious increase in their current account deficits. In an accounting sense, the oil deficit of all the importing countries taken together will be matched by the surplus earned jointly by the oil producing countries and will be financed by the return flow of funds which this implies but there is great uncertainty about the implications of this for particular countries. Many, especially the developing countries, may well not be able to attract capital inflows on a scale sufficient to finance their current account deficits, others who could finance their deficits in this way may not be willing to incur the indebtedness that would be involved. One risk inherent in the present situation is that there may be a competitive scramble to push the oil deficits on to other countries. Although the processes of international consultations are now beginning, it is not at all clear as this article goes to press how the nations of the world will cope with the balance of payments problems created by the current level of oil prices.

nution de la consommation, encouragée tant par les autorités des pays consommateurs de pétrole que par les fortes augmentations de prix, n'y sont pas étrangères. Toutefois, cette anémie des approvisionnements a aggravé la rareté de certains produits pétroliers et de dérivés importants du pétrole, comme les plastiques et les engrais chimiques. De plus, une pénurie de mazout de soute a perturbé les transports maritimes. En ce qui concerne le Royaume-Uni, la forte réduction de la production industrielle instaurée depuis la fin de 1973 est attribuable principalement à un conflit social dans les charbonnages et à la réduction obligatoire de la semaine de travail décrétée pour préserver les réserves de charbon.

Mis à part le problème de l'approvisionnement, il appert que l'escalade des prix du pétrole a des répercussions importantes et immédiates sur la tenue de l'économie de tous les pays importateurs de pétrole. Elle a manifestement accru la pression à la hausse sur les prix intérieurs déjà préoccupante et grandement réduit les chances d'une modération de la hausse des prix cette année, comme on l'avait espéré avant la crise pétrolière. Parallèlement, la hausse brutale des prix du pétrole a eu pour effet immédiat de réduire la demande réelle des pays consommateurs d'un montant à peu près égal à l'augmentation du coût du pétrole importé, soit une somme évaluée actuellement à plus de 50 milliards de dollars par an. De plus, les incertitudes relatives tant à l'évolution future des prix qu'aux perspectives d'approvisionnement tendent à freiner les dépenses consacrées par les ménages aux transports et aux voyages. Ces incidences déflationnistes sur la demande ont tendance à renforcer les effets des mesures restrictives, lesquelles commençaient déjà à se faire sentir dans certains pays. C'est le cas par exemple des États-Unis, où le ralentissement de la demande globale a été plus prononcé que prévu en raison de l'affaiblissement marqué des ventes de voitures. En somme, le premier effet des décisions prises par les producteurs de pétrole fin 1973 sera probablement d'accentuer le ralentissement économique prévu l'automne dernier pour la majorité des pays industrialisés en 1974. La gravité de ce ralentissement sera limitée pour autant que les politiques de la demande soient ajustées comme il faut dans les pays industrialisés les plus sérieusement touchés, que l'approvisionnement en pétrole satisfasse relativement bien la demande et que la confiance des consommateurs et des entreprises soit sauvegardée. Il est à présumer que certaines dépenses d'investissement prévues dans le cadre de projets pour lesquels le prix du combustible est prédominant ont été remises à plus tard ou tout simplement abandonnées. Par contre, l'incitation à investir dans d'autres sources d'énergie a été grandement accrue. Si les conditions générales de la demande restent donc relative-

ment bonnes, les dépenses d'immobilisation des entreprises peuvent toujours apporter un appui de valeur aux économies des principaux pays industrialisés.

La politique des prix des pays membres de l'O.P.E.P. est à l'origine d'un ensemble de problèmes encore plus difficiles à résoudre en raison de ses graves répercussions sur la structure des paiements internationaux. Étant donné qu'un certain nombre de ces pays ne pourront augmenter leurs importations que dans des proportions limitées, ils se retrouveront, en fin de compte, avec de larges excédents des paiements courants, si les prix du pétrole doivent rester approximativement aux niveaux actuels. De même, l'ensemble des pays industrialisés verront l'excédent traditionnel de leurs paiements courants disparaître pour faire place à un déficit important, tandis que les pays en voie de développement qui sont également importateurs de pétrole auront à envisager une considérable aggravation de leur déficit des paiements courants. D'un point de vue comptable, le déficit encouru par l'ensemble des pays importateurs correspondra à l'excédent des pays producteurs et sera financé par le reflux des capitaux qui ne manquera pas de se produire, mais il reste une grande incertitude quant aux conséquences de cette crise pour certains pays. Nombre d'entre eux, particulièrement les pays en voie de développement, ne seront probablement pas en mesure d'attirer suffisamment de capitaux pour financer leur déficit des paiements courants, tandis que d'autres, qui pourraient le faire, ne consentiront pas à supporter l'endettement qui s'ensuivrait. La situation actuelle comporte le risque que les pays rivalisent d'efforts pour exporter les déficits provenant de la crise du pétrole. Même si le processus de consultations internationales n'en est qu'à son début, on voit très mal, au moment où cet article est envoyé sous presse, comment les nations parviendront à résoudre les problèmes de balance des paiements créés par le niveau actuel des prix du pétrole.

Recent financial developments in Canada

Finance

The Annual Report of the Governor for 1973, which was tabled in Parliament on 20 March 1974, contains a summary of financial developments during 1973 and the early weeks of 1974. This article provides some additional detail of financial developments in Canada during this period.

In 1973 Gross National Expenditure was higher by nearly 15 per cent in value and by over 7 per cent in volume than in 1972. Borrowers sought and obtained funds on a substantial scale in order to assist in financing the unusually large rise in their spending. In total, non-financial borrowers other than the Government of Canada obtained more than $18½ billion by means of increased loans, including mortgages, net new issues of securities and direct investment from abroad – $4¼ billion more than they had raised in 1972. Almost one half of the increase was attributable to mortgage borrowing, principally for residential purposes; there was nearly as large an increase in the amount of funds raised by non-financial businesses. In contrast to 1972, when there had been a large increase in the outstanding amount of Canada Savings Bonds, there was a slight decline in the amount of Government of Canada securities outstanding.

Some perspective on the scale of borrowing can be gained by comparing the amounts raised by non-financial borrowers with Gross National Expenditure. As can be seen in the top panel of the chart on the following page the ratio to GNE of the total amount of funds raised by non-financial borrowers (other than the Government of Canada) stayed within a range of 8 per cent to 13 per cent throughout the 1960s. Since the 1960s the ratio has risen from a low point of 9 per cent in 1970 to over 15½ per cent in 1973. All major categories of private borrowers contributed to the rise in this ratio to unusually high levels in recent years; the increase in mortgage borrowing from financial institutions was particularly marked.

Throughout most of this period the increase in borrowing was facilitated by a monetary policy that was designed to encourage a rapid rise in spending in order to bring economic activity back up to satisfactory

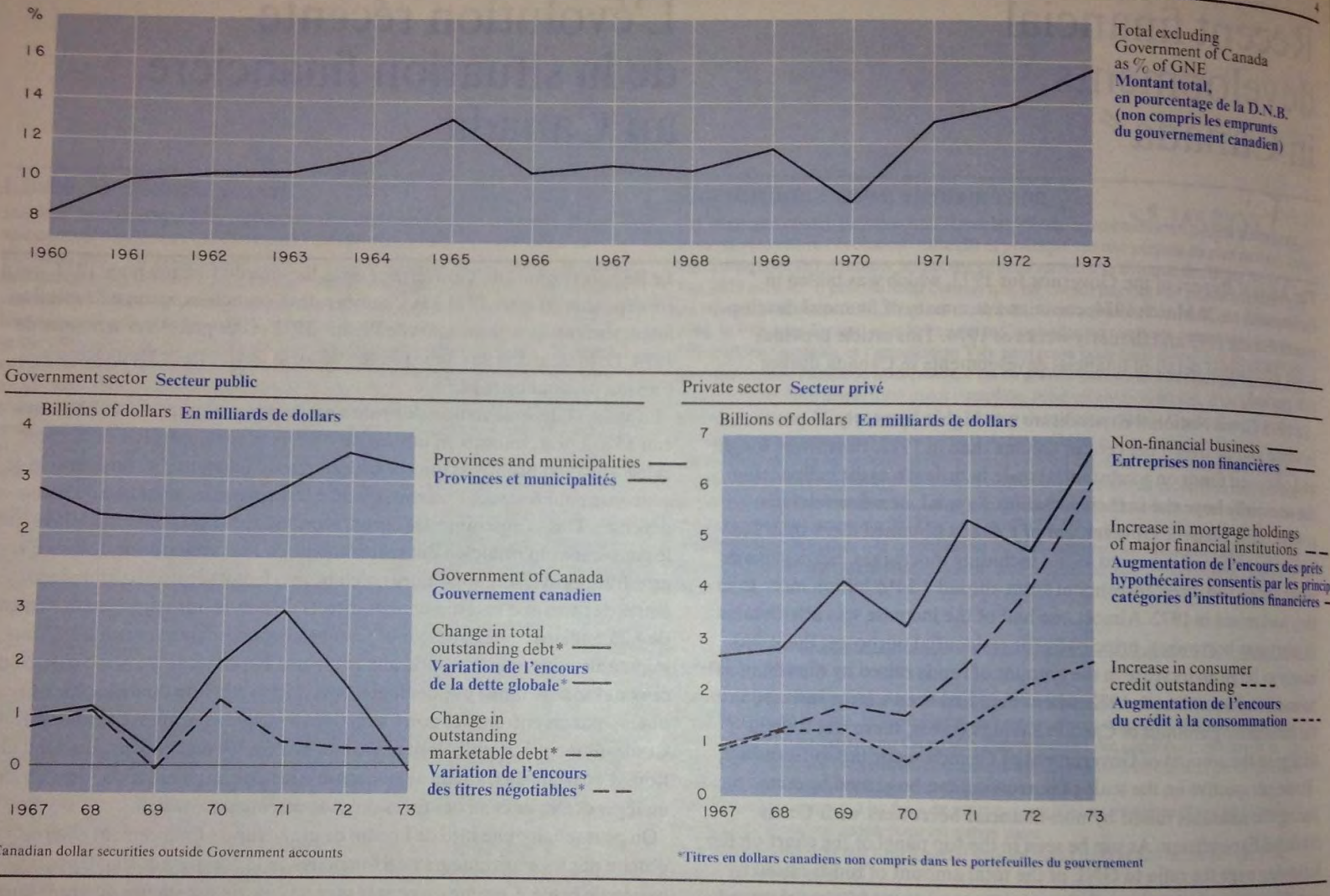
L'évolution récente de la situation financière au Canada

Le Rapport annuel du Gouverneur de la Banque du Canada pour 1973, qui a été déposé le 20 mars 1974 à la Chambre des Communes, résume l'évolution financière enregistrée au cours de l'année 1973 et des premières semaines de 1974. Le présent article étudie plus en détail la conjoncture financière au Canada pendant cette période.

En 1973, la dépense nationale brute s'est accrue par rapport à 1972 d'environ 15% à prix courants, et de plus de 7% à prix constants. Les différentes catégories d'emprunteurs ont sollicité et obtenu un montant considérable de concours pour financer l'accroissement exceptionnellement élevé de leurs dépenses. Dans l'ensemble, les agents économiques non financiers autres que le gouvernement canadien ont recueilli plus de 18.5 milliards de dollars d'argent frais, provenant notamment d'emprunts hypothécaires, d'émissions nettes de titres et d'investissements directs de non-résidents. L'accroissement de 4.25 milliards enregistré par ce financement comparativement à 1972 est imputable pour près de moitié aux emprunts hypothécaires, principalement à ceux qui sont garantis par des logements; la progression du financement obtenu par les entreprises non financières a été presque aussi considérable. Contrairement à ce qui s'était passé en 1972, année où l'encours des Obligations d'épargne du Canada avait accusé une forte augmentation, on a observé un léger déclin de celui des titres du gouvernement canadien.

On peut se faire une idée de l'ordre de grandeur du financement externe obtenu par les emprunteurs non financiers en le comparant à la dépense nationale brute. Comme on peut le voir à la partie supérieure du graphique de la page 4, le ratio financement obtenu par les emprunteurs non financiers autres que le gouvernement canadien/dépense nationale brute a oscillé entre 8% et 13% du début à la fin des années soixante. Depuis la fin de cette décennie, ce coefficient est passé du bas niveau de 9% auquel il se situait en 1970 à plus de 15½% en 1973. Toutes les principales catégories d'emprunteurs du secteur privé ont contribué à la progression exceptionnelle de ce coefficient au cours des dernières années; l'accroissement des concours hypothécaires obtenus auprès des institutions financières a été particulièrement marqué.

Chart I Funds raised by major non-financial borrowers
Graphique I Financement obtenu par les principaux emprunteurs non financiers



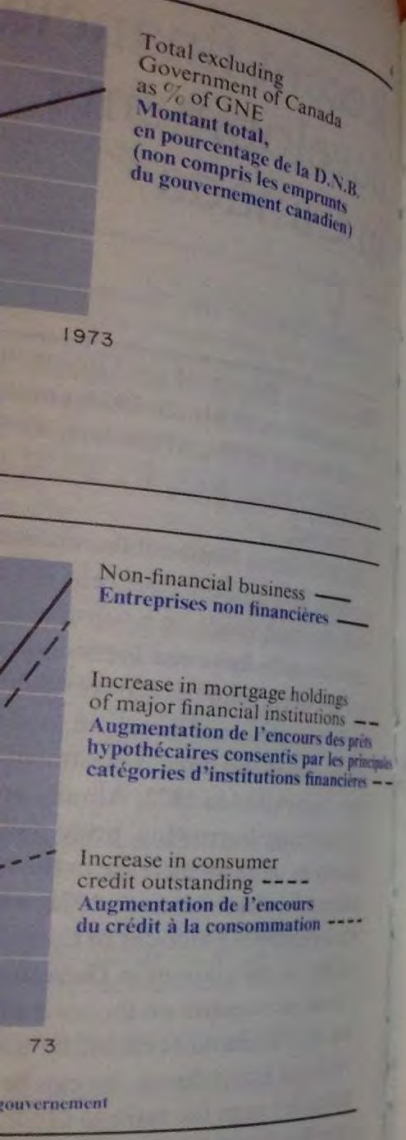
*Canadian dollar securities outside Government accounts

*Titres en dollars canadiens non compris dans les portefeuilles du gouvernement

levels. As it became apparent in the early months of 1973 that economic activity was rising strongly, indeed that the economy was bumping against the physical limits of its productive capacity, the Bank of Canada altered its policy in order to moderate the growth of spending.

The situation that emerged in the Canadian economy in 1973 was similar to that in many other industrial countries. In the United States and in major overseas countries, as in Canada, the need to slow down the growth of demand was recognized and monetary policies were ad-

Durant la plus grande partie de cette période, la progression du financement a été facilitée par une politique monétaire visant à encourager une augmentation rapide de la dépense afin de rétablir un niveau satisfaisant d'activité économique. Comme il devenait évident au cours des premiers mois de 1973 que l'activité économique enregistrait des gains substantiels, que de fait l'économie touchait aux limites physiques de sa capacité de production, la Banque du Canada modifia sa politique en vue de modérer la croissance de la dépense.



de, la progression du financement
sant à encourager une augmenta-
niveau satisfaisant d'activité
ours des premiers mois de 1973
ns substantiels, que de fait l'éco-
apacité de production, la Banque
dérer la croissance de la

justed accordingly. In the United States, for instance, the Federal Reserve Board moved early in the year to slow the pace of monetary expansion. Discount rates were raised by 3 percentage points between January and September. Typical U.S. commercial bank prime lending rates to larger borrowers moved up from 6 per cent at the beginning of the year to 10 per cent by October, and effective rates were even higher as a result of the widespread practice of requiring compensating balances. In the United States, and in Europe, short-term market rates of interest rose very rapidly during the first three quarters of 1973, reaching high levels by late summer.

The policy adopted by the Bank of Canada in 1973 was designed to slow down the pace of monetary expansion and to bring about a moderation in the growth of credit and of spending. However the Bank was anxious to avoid any overly abrupt shift in policy. Thus the Bank emphasized, both publicly and in discussions with the chartered banks, that while it would like to see a slowing of the growth of bank loans, a drastic curtailment would not be appropriate. The banks were encouraged to maintain their policies of paying particular attention to the needs of small businesses and to requests from borrowers in the less buoyant regions of the country. They were also asked to maintain a reasonable flow of mortgage funds.

The very strong demands for funds in Canada, combined with the less accommodating stance of monetary policy and the rapid increase in interest rates abroad, led to substantial upward pressure on interest rates. Although most short-term interest rates did not begin to move up until March and did not reach peak levels as high as those in the United States and Europe, the increases over the year as a whole were appreciable.

On 9 April the Bank Rate was increased by ½ percentage point from the 4¾ per cent level that had prevailed since October 1971. The following day, the "Winnipeg agreement" ceiling on interest rates on banks' large short-term Canadian dollar deposits was raised by ½ percentage point to 6 per cent and bank prime lending rates were increased by an equal amount to 6½ per cent; other bank deposit rates were also increased.

Short-term market interest rates continued to rise rapidly in the following months and there were a series of further increases in institutional rates. Bank Rate was raised in four steps between May and September to its present level of 7¼ per cent. The chartered banks' prime lending rates for larger borrowers reached 9½ per cent in December, compared with 6 per cent at the beginning of the year. In May, most banks adopted

L'économie canadienne a amorcé en 1973 une évolution analogue à celle de nombreux autres pays industrialisés. Aux États-Unis et dans les grands pays d'outre-mer, comme ce fut le cas au Canada, on reconnut la nécessité de ralentir la croissance de la demande et les politiques monétaires furent modifiées en conséquence. Aux États-Unis, par exemple, le *Federal Reserve Board* entreprit dès le début de l'année de ralentir le rythme d'expansion monétaire. Ainsi, les taux d'escompte furent relevés de trois points entre janvier et septembre. Les taux préférentiels représentatifs appliqués aux prêts accordés par les banques commerciales américaines à leurs gros clients sont passés du début de l'année au mois d'octobre de 6% à 10%, et les taux effectifs étaient même plus élevés si l'on tient compte de l'obligation souvent faite aux bénéficiaires de maintenir une certaine somme en compte. Aux États-Unis et en Europe, le loyer de l'argent sur le marché à court terme a accusé une hausse très rapide au cours des trois premiers trimestres de 1973 et s'établissait vers la fin de l'été à des niveaux très élevés.

En 1973, la Banque du Canada a adopté une politique visant à ralentir le rythme d'expansion monétaire et à modérer la croissance du crédit et de la dépense. Toutefois, elle a tenu à éviter toute modification trop brutale de sa politique. Aussi a-t-elle souligné, tant au cours de déclarations publiques qu'à l'occasion de conversations avec les dirigeants des banques à charte, que si elle souhaitait voir ralentir la croissance du crédit bancaire, elle n'en considérait pas moins comme inopportun tout arrêt brutal de celle-ci. Les banques à charte ont donc été encouragées à continuer d'accorder une attention particulière aux besoins des petites entreprises, ainsi qu'aux demandes émanant de clients des régions du pays où la conjoncture économique est moins prospère que dans les autres. Elles ont été également priées d'assurer le maintien d'un flux raisonnable de prêts hypothécaires.

La très forte demande de crédit au Canada, conjuguée à l'orientation moins expansionniste de la politique monétaire et à la montée rapide du loyer de l'argent à l'étranger, a provoqué des pressions à la hausse particulièrement fortes sur les taux d'intérêt dans notre pays. Si la plupart de ceux-ci n'avaient pas amorcé avant le mois de mars leur mouvement ascendant et n'ont pas, depuis lors, atteint les niveaux records observés aux États-Unis et en Europe, ils n'en ont pas moins enregistré sur l'ensemble de l'année une avance appréciable.

Le taux d'escompte, établi à 4¾% depuis octobre 1971, fut relevé de ½% le 9 avril. Le lendemain, le plafond institué par la «Convention de Winnipeg» en ce qui concerne les taux d'intérêt applicables aux gros dépôts bancaires à court terme en dollars canadiens fut également relevé de ½% et porté à 6%, les taux de base des prêts bancaires étant, eux aussi, majorés d'un montant

a dual lending rate structure for business borrowers under which the base rates applicable to loans to smaller borrowers were lower than the prime rates to other borrowers. These minimum rates to smaller borrowers stood at 8 – 8½ per cent in December. Interest rates on deposits, including those bank deposits subject to the "Winnipeg agreement", were also increased in several steps. Under the "Winnipeg agreement", banks have maintained, with the concurrence of the Minister of Finance, interest rate ceilings on Canadian dollar deposits of $100,000 and over for terms of less than one year.*

After rising sharply through the second and third quarters of the year, interest rates on short-term market instruments were relatively stable in October and November. Strong upward pressure on paper rates re-emerged in December and the Bank of Canada acted to moderate it. Since the end of 1973, yields on short-term paper have declined considerably in Canada as well as in foreign markets.

Interest rates on long-term securities and on mortgages moved up last year, particularly in the second and third quarters, to stand about ¾ to 1 percentage point above their levels at the beginning of the year. Since September, they have changed little on balance.

The substantial increase in borrowing in 1973 was, on balance, met entirely by the financial institutions, and resulted in a rapid increase in their assets. As is discussed in more detail in the final section of this article, the assets of the deposit-taking institutions in particular increased more rapidly in 1973 than the already relatively strong rates of growth recorded in the previous two years. This reflected the very substantial increase in mortgage borrowing and the continued strong demand for consumer credit, both of which are accommodated to a considerable extent by deposit-taking institutions, as well as the heavy reliance by business borrowers on bank financing.

As can be seen in Chart II, an unusually wide differential between long-term bond rates and bank prime lending rates developed in early 1971 as prime lending rates were reduced; rates on short-term paper declined by more than bank prime lending rates. The wide differential between long-

*Ceiling under the agreement:

Effective date	Rate
1972 – 12 June	5½
1973 – 10 April	6
15 May	6½
13 June	7
8 August	7½
13 September	8½

équivalent pour passer à 6½%; les taux applicables à d'autres catégories de dépôts bancaires furent également augmentés.

Au cours des mois suivants, les taux d'intérêt du marché à court terme poursuivirent leur ascension rapide, et les taux pratiqués par les institutions furent l'objet de nouvelles hausses. De mai à septembre le taux d'escompte fut relevé à quatre reprises, pour s'établir à son niveau actuel de 7¼%. Les taux préférentiels des prêts bancaires aux gros emprunteurs atteignirent 9½% en décembre, contre 6% au début de l'année. En mai, la plupart des banques adoptèrent pour les prêts aux entreprises une double structure des taux d'intérêt, en vertu de laquelle les taux de base applicables aux petits prêts étaient inférieurs aux taux préférentiels accordés aux autres emprunteurs. Ces taux minimums applicables aux petits emprunteurs sont restés de l'ordre de 8 à 8½% en décembre. Les taux d'intérêt créditeurs versés sur les dépôts, notamment sur ceux qui étaient régis par la «Convention de Winnipeg», ont également été relevés en plusieurs étapes. Aux termes de cette convention, les banques avaient établi, avec l'accord du ministre des Finances, des taux d'intérêt maximums pour les dépôts en dollars canadiens de 100,000 dollars ou plus, placés à des termes de moins d'un an.*

Après avoir vivement progressé durant les deuxième et troisième trimestres de l'année, le taux de rémunération des billets à court terme négociables sur le marché s'est relativement stabilisé en octobre et en novembre. En décembre, le taux du papier fut de nouveau l'objet de fortes pressions à la hausse, et la Banque du Canada intervint pour les modérer. Depuis la fin de 1973, le taux de rendement du papier à court terme a considérablement régressé tant sur les marchés canadiens que sur les places étrangères.

Les taux d'intérêt sur les titres à long terme et les prêts hypothécaires ont marqué l'année dernière, notamment aux deuxième et troisième trimestres, une hausse qui les a portés à un niveau de ¾% à 1% plus élevé que leur niveau du début de l'année. Depuis septembre, ils n'ont dans l'ensemble guère varié.

L'augmentation substantielle du crédit en 1973 a en somme été entièrement fournie par les institutions financières et s'est traduite par un gonflement rapide de leur actif. Comme on le verra de façon plus détaillée dans la der-

*Plafond institué en vertu de la convention:

Date d'entrée en vigueur		Taux
12 juin	1972	5½%
10 avril	1973	6 %
15 mai	1973	6½%
13 juin	1973	7 %
8 août	1973	7½%
13 septembre	1973	8½%

Chart II
Graphique

Interna
Compa

%
11
10
9
8
7
6
5
4
3

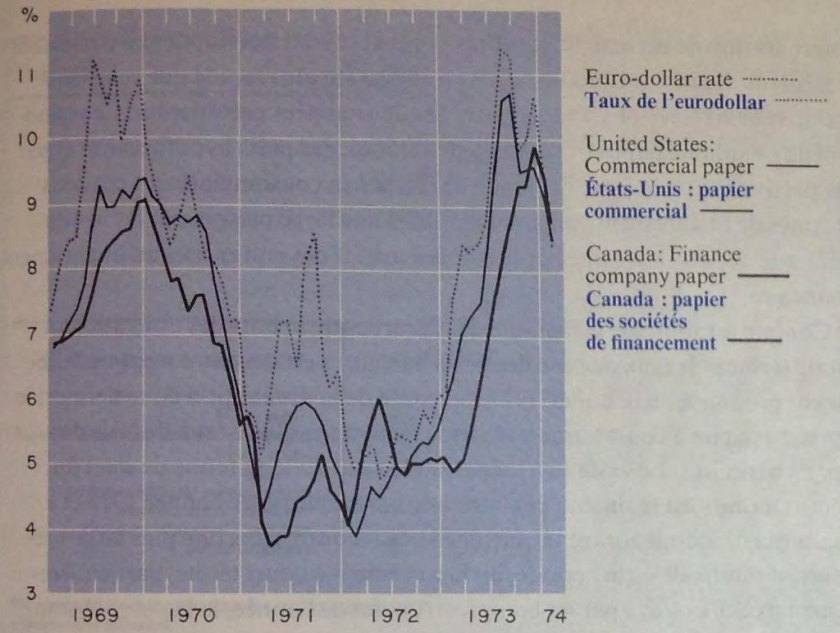
*Monthly
*Moyenne

Se
Q

%
9
8
7
6
5

Chart II Interest rates
Graphique II Taux d'intérêt

International comparison: 3 month rates*
Comparaison avec l'étranger : taux à 3 mois*



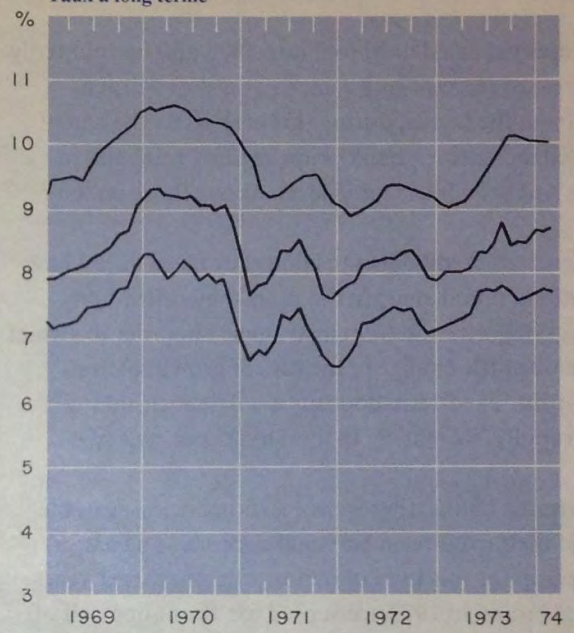
Euro-dollar rate
Taux de l'eurodollar

United States:
Commercial paper
États-Unis : papier commercial

Canada: Finance company paper
Canada : papier des sociétés de financement

*Monthly average
*Moyenne mensuelle

Long-term rates
Taux à long terme

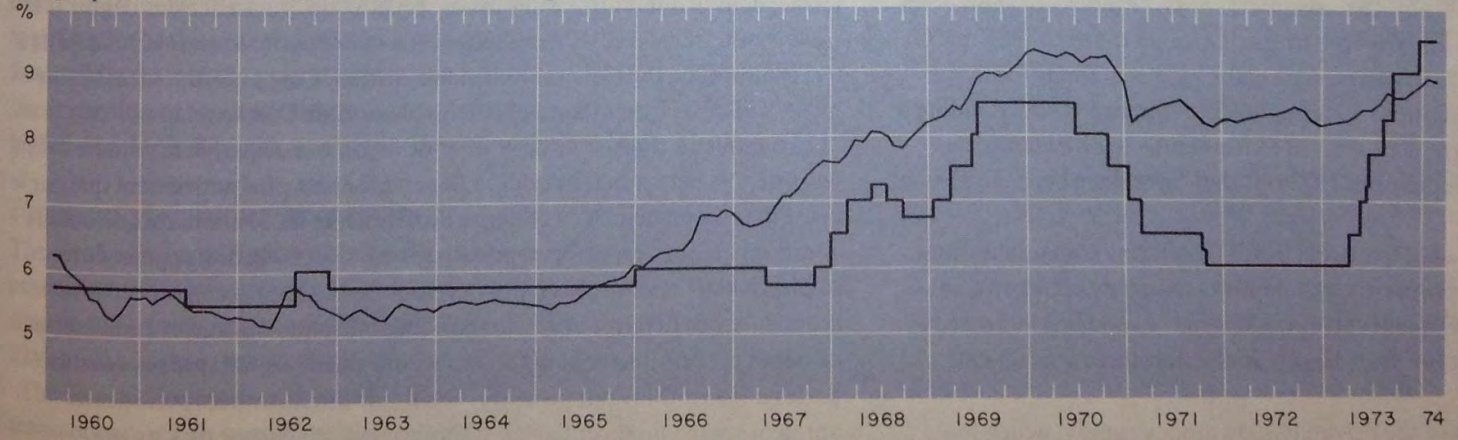


Prime conventional residential mortgages
Taux préférentiel des prêts hypothécaires à l'habitation

10 industrial bonds
10 obligations industrielles

Government of Canada bonds: 10 years and over
Obligations du gouvernement canadien : à 10 ans et plus

Selected interest rates on business financing
Quelques taux d'intérêt relatifs au financement des entreprises



Chartered bank prime lending rates (larger loans)
Taux de base des prêts bancaires (gros montants)

10 industrial bonds
10 obligations industrielles

term and short-term rates persisted until well into 1973 and undoubtedly contributed to the increased reliance by businesses on short-term financing, particularly from the banks, during this period. By the end of last year, the substantial increases in bank prime lending rates and in other short-term rates had brought them to levels above those on long-term securities.

In response to the increased credit demands that they faced in 1973 the deposit-taking institutions raised sharply the rates they offered on various kinds of savings deposits and term instruments in order to attract funds. Although there was little change in the rate of growth of non-chequable savings deposits, fixed-term deposits at all deposit-taking institutions rose very rapidly, increasing in total by 35 per cent (see Appendix Table I).

In the case of the chartered banks, there was a striking increase in the outstanding amount of their fixed-term personal deposits. The banks competed more vigorously for this kind of deposit than in earlier years and the increase of $3.4 billion in 1973 accounted for about one half of the total increase in their Canadian dollar resources. Some of the faster growth achieved by the banks, as well as other deposit-taking institutions, no doubt was attributable to the attraction of funds of a kind that had flowed into Canada Savings Bonds in previous years.

Despite increases in the interest rate structure under the "Winnipeg agreement", the banks' ability to compete for large blocks of short-term Canadian dollar deposits was constrained through much of the year. On occasion the banks bid very aggressively for blocks of funds for terms just slightly longer than those governed by the agreement. Outstanding non-personal fixed-term deposits were little changed, on balance, between mid-1972 and September 1973 but they have since been increasing quite strongly.

The banks were also able to attract funds by offering Canadians more attractive yields on foreign currency deposits than they could on Canadian dollar deposits. Foreign currency deposits of residents increased by $1.4 billion during the year, largely in the first three quarters of the year.

The broad definition of the privately-held money supply, which includes the Canadian dollar bank term deposits discussed above, rose by 15 per cent in 1973, much the same rate of growth as in the previous two years (see Table I). On the other hand, the rate of growth of the narrowly-

nière section de cet article, le rythme auquel se sont développés en particulier les bilans des institutions de dépôt en 1973 a été plus rapide que celui déjà relativement élevé observé au cours des deux années précédentes. Ce phénomène s'explique par la très vive augmentation des prêts hypothécaires et par la persistance de la forte demande de crédit à la consommation – ces deux formes de financement sont assurées dans une large mesure par les institutions de dépôt – ainsi que par le recours massif des entreprises au financement bancaire.

Comme le montre le Graphique II, l'écart entre le taux des obligations à long terme et le taux de base des prêts bancaires est devenu exceptionnellement prononcé au début de 1971, par suite de la diminution de ce dernier; le prix du papier à court terme a régressé davantage que le taux de base des prêts bancaires. Le vaste écart séparant le taux du long terme de celui du court terme s'est maintenu pendant une bonne partie de l'année 1973 et a sans nul doute encouragé les entreprises à recourir dans une plus large mesure, au cours de cette période, au financement à court terme, particulièrement à celui octroyé par les banques. À la fin de l'année, la hausse substantielle du taux de base des prêts bancaires et des autres taux à court terme les avait portés à des niveaux supérieurs à ceux des titres à long terme.

Pour faire face aux demandes croissantes de crédit qui leur étaient présentées en 1973, les institutions de dépôt ont fortement relevé les taux d'intérêt versés sur certaines catégories de comptes d'épargne et d'instruments à terme, dans le but d'attirer des fonds. Le taux de croissance des dépôts d'épargne non transférables par chèques n'a guère varié; toutefois, les dépôts à terme auprès de tous les établissements de dépôt ont augmenté très rapidement, soit de 35% sur l'année (voir Tableau II de l'Annexe).

Les banques à charte ont vu gonfler de façon remarquable le volume de leurs dépôts personnels à terme. Elles rivalisèrent plus activement que par le passé dans la recherche de ce genre de dépôts, et les 3.4 milliards de dollars additionnels ainsi recueillis représentent environ 50% de l'augmentation totale de leurs ressources en dollars canadiens. Cette accélération de la croissance des dépôts auprès des banques ainsi que des autres établissements de dépôt est certainement attribuable pour partie au fait que ces deux catégories d'institutions ont pu attirer des fonds qui les années précédentes auraient servi à financer l'achat d'Obligations d'épargne du Canada.

Malgré les relèvements de la structure des taux d'intérêt instituée par la «Convention de Winnipeg», le secteur bancaire a vu se réduire considérablement sa marge de manœuvre dans la recherche de gros dépôts à court

Table I
Tableau I

Currency and chartered bank Canadian dollar deposits
Monnaie hors banques et dépôts bancaires en dollars canadiens

	Billions of dollars December 1973 En milliards de dollars décembre 1973	Percentage change[1] Variation en %[1]					
		Years Années			Annual rates of change[2] Taux annuels de variation[2]		
		4Q 1970 to 4Q 1971 Du 4e trim. 1970 au 4e trim. 1971	4Q 1971 to 4Q 1972 Du 4e trim. 1971 au 4e trim. 1972	4Q 1972 to 4Q 1973 Du 4e trim. 1972 au 4e trim. 1973	4Q 1972 to 2Q 1973 Du 4e trim. 1972 au 2e trim. 1973	2Q 1973 to Jan.-Feb. 1974 Du 2e trim. 1973 au janvier – février 1974	
Currency and demand deposits	14.4	17	14	12	16	10	Monnaie et dépôts à vue
Personal savings deposits	24.3	8	11	20	14	29	Dépôts d'épargne personnels
Fixed term	8.6	–7	24	56	36	83	Dont : à terme
Non-personal term and notice deposits	9.7	39	36	11	2	28	Dépôts non personnels à terme ou à préavis
Fixed term	8.8	35	46	13	3	30	Dont : à terme
Currency and total privately-held Canadian dollar deposits	48.4	16	16	15	12	23	Monnaie et ensemble des dépôts en dollars canadiens détenus par le public
Currency and total Canadian dollar deposits	50.6	18	15	16	16	18	Monnaie et ensemble des dépôts en dollars canadiens

[1] Calculated from the averages for the periods shown.
[2] Seasonally adjusted.

[1] Calculée à partir des chiffres moyens des périodes en question.
[2] Données désaisonnalisées.

defined money supply, currency and chartered bank demand deposits, decelerated markedly after mid-1973 as short-term interest rates rose to high levels; for the year as a whole this series increased by 12 per cent, less rapidly than in the previous two years. Thus in the course of 1973 the expansion of bank lending was financed to an increasing extent by higher-cost term deposits.

Financing by major borrowers

The total amount of funds raised by all major non-financial borrowers other than the Government of Canada in 1973 was $4¼ billion higher than in 1972; including the Government the amount raised was some $2½ billion higher than a year earlier (see Table II).

The federal Government's net financing requirements for domestic transactions, which were $1½ billion in the fiscal year 1972/73, are expected to be somewhat higher in the year ending 31 March 1974. Because of timing differences, however, these requirements were just under $1 billion in the calendar year 1973; they were largely met through

terme en dollars canadiens durant une grande partie de l'année. De temps à autre, les banques ont rivalisé d'efforts pour obtenir de gros dépôts dont le terme serait légèrement plus long que celui des fonds régis par la convention. La masse des dépôts non personnels à terme a dans l'ensemble peu varié du milieu de 1972 au mois de septembre 1973, mais elle a depuis marqué une assez forte expansion.

Les banques ont également réussi à attirer des fonds en accordant une rémunération plus élevée sur les dépôts en devises étrangères des résidents qu'elles ne pouvaient le faire sur les dépôts en dollars canadiens. Aussi, les dépôts en devises des résidents se sont-ils accrus de 1.4 milliard de dollars au cours de l'année, en grande partie pendant les trois premiers trimestres.

La masse monétaire globale détenue par le public, qui comprend les dépôts bancaires à terme en dollars canadiens mentionnés ci-dessus, a augmenté de 15% en 1973, soit environ au même rythme qu'au cours des deux années précédentes (voir Tableau I). Par ailleurs, le taux de croissance de la masse monétaire dans un sens plus étroit, c'est-à-dire l'ensemble de la monnaie et des dépôts à vue dans les banques à charte, a enregistré une décélération

Table II
Tableau II

Financing by major non-financial borrowers
Financement obtenu par les principales catégories d'emprunteurs non financiers

Billions of dollars **En milliards de dollars**

	1970 1970	1971 1971	1972 1972	1973 1973	
FUNDS RAISED					MONTANT
Private non-financial business	3.2	5.3	4.7	6.7	Entreprises non financières du secteur privé
Consumers	0.7	1.4	2.2	2.6	Consommateurs
Mortgage borrowers[1]	1.5	2.5	4.0	6.1	Emprunteurs hypothécaires[1]
Provinces and municipalities[2]	2.2	2.9	3.5	3.2	Provinces et municipalités[2]
Sub-total	7.7	12.1	14.4	18.6	Total partiel
Government of Canada[3]	2.0	3.0	1.6	–0.1	Gouvernement canadien[3]
Total	9.7	15.1	16.0	18.6	Total
SOURCES OF FUNDS					PROVENANCE
Bank of Canada[4]	0.2	0.6	0.6	0.6	Banque du Canada[4]
Chartered banks					Banques à charte
Loans and mortgages	1.0	4.0	4.9	7.1	Prêts et prêts hypothécaires
Acquisition of securities	1.8	1.4	0.1	—	Achats de titres
Other financial institutions					Autres institutions financières
Loans and mortgages	1.4	2.2	4.0	6.3	Prêts et prêts hypothécaires
Acquisitions of securities	1.5	2.9	2.8	2.3	Achats de titres
Other residents[5]	2.5	3.1	1.7	0.9	Autres résidents[5]
Non-residents	1.3	1.1	2.1	1.4	Non-résidents
Total sources of funds	9.7	15.1	16.0	18.6	Total

(1)Excludes net mortgage lending by governments and their agencies, notably CMHC, which is reflected in the financing requirements of the respective governments.
(2)Includes government enterprises. Loans from the Government of Canada are excluded.
(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)Does not reflect temporary swap transactions between the Bank of Canada and the Exchange Fund Account.
(5)Includes provincial and municipal securities purchased with Canada and Quebec Pension Plan funds.

(1)Non compris l'augmentation des prêts hypothécaires consentis par les gouvernements et leurs organismes (notamment la S.C.H.L.), qui figure dans les besoins de financement des administrations intéressées.
(2)Y compris leurs entreprises. Sont exclus les prêts obtenus du gouvernement canadien.
(3)Variation nette de l'encours des fonds d'État en dollars canadiens non compris dans les portefeuilles-titres 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)Ne comprend pas des opérations swaps de courte durée conclue entre la Banque du Canada et le Fonds des changes.
(5)Y compris les titres des provinces et des municipalités achetés par le Régime de pensions du Canada et le Régime de rentes du Québec.

net receipts of Canadian dollars as a result of ordinary foreign exchange transactions and through temporary swap transactions* entered into by the Bank of Canada with the Exchange Fund Account which increased the Government's cash balances by $370 million. As can be seen in Appendix Table II, there was a small net reduction in the amount of federal Government debt outstanding in 1973. This shift from the previous year largely reflected the difference between the net proceeds from

*Swap transactions involve the temporary acquisition by the Bank of Canada of foreign exchange assets under agreements for their resale to the Exchange Fund Account.

marquée après le milieu de l'année 1973, lorsque le loyer de l'argent à court terme s'est mis à renchérir considérablement; pour l'ensemble de l'année, cet agrégat a avancé de 12%, soit moins rapidement qu'en 1971 et qu'en 1972. Aussi, l'expansion du crédit bancaire a-t-elle été de plus en plus financée en 1973 par des dépôts à terme au coût relativement élevé.

Financement obtenu par les principaux emprunteurs

Le montant des concours financiers obtenus en 1973 par les principales catégories d'emprunteurs non financiers autres que le gouvernement canadien

the annual Canada Savings Bond campaigns; in the fourth quarter of last year, net CSB sales amounted to $243 million compared with $1.7 billion in the same period of 1972.

The combined deficit of the provincial and municipal governments on a national accounts basis has widened substantially over the past four years and there has also been a considerable increase in capital expenditures by government enterprises. However, net borrowing by the provinces and municipalities and their enterprises declined in 1973 from the relatively high level in the previous year when part of the proceeds were apparently used to augment holdings of financial assets. There was a further decline in the amount of funds raised in the Canadian long-term bond market. Net borrowing in the U.S. bond market was somewhat greater than in1972 but this was more than offset by a much reduced level of financing in overseas markets. On the other hand, there was a considerable increase in recourse to bank credit, particularly by municipalities: in contrast to the pattern typical of previous years, municipal loans were not reduced during the second half of 1973.

The substantial increase in funds raised by non-financial businesses in 1973 was very largely met through loans from financial institutions, particularly the banks (see Appendix Table III). In addition, short-term commercial paper and bankers' acceptances outstanding increased by 7 per cent in 1973. The amount of funds raised in the Canadian bond and stock markets was less than in the previous year.

This increase in business borrowing, combined with a further strong rise in funds available from internally-generated sources, enabled businesses to finance a marked pickup in fixed investment and, at the same time, to add substantially to their holdings of financial assets. Although the available information should be interpreted with caution, businesses have apparently increased their holdings of financial assets considerably in each of the past three years.

The volume of mortgage borrowing was especially strong in 1973. Housing starts increased for the third year in a row, reaching a new record of 268 thousand units and the value of new residential construction activity rose by 20 per cent. There was also a marked rise in lending on existing housing. Available data indicate that in the first nine months of 1973 the number of existing dwelling units on which mortgage loans were approved increased by 46 per cent compared with the same period a year earlier and that the value of approvals per unit rose by 20 per cent.

Mortgage holdings (principally on residential property) of the major institutional lenders increased by 25 per cent during 1973 (see Table III).

a été dans l'ensemble de 4¼ milliards de dollars plus élevé qu'en 1972; si l'on tient compte des emprunts du gouvernement, la progression par rapport à l'année antérieure ressort à 2½ milliards de dollars (voir Tableau II).

Les besoins de trésorerie nets du gouvernement canadien au titre de ses opérations internes, qui se chiffraient à 1½ milliard de dollars pour l'année budgétaire 1972–1973, seront vraisemblablement un peu plus élevés pour l'exercice se terminant le 31 mars 1974. Ces besoins qui se situaient à un peu moins de 1 milliard pour l'année civile 1973 – la différence s'expliquant par des décalages chronologiques – ont été en bonne partie couverts par des recettes nettes en dollars canadiens provenant d'opérations ordinaires de change et d'opérations swaps* de courte durée effectuées entre la Banque du Canada et le Fonds des changes, lesquelles ont accru les comptes du gouvernement de 370 millions de dollars. Comme on peut le constater au Tableau II de l'Annexe, l'encours de la dette du gouvernement canadien a accusé en termes nets, en 1973, une légère réduction. Cette évolution qui contraste avec celle des années antérieures s'explique en grande partie par la différence entre les résultats nets obtenus par les campagnes annuelles d'Obligations d'épargne du Canada: au dernier trimestre de l'année dernière, les ventes nettes de ces obligations se chiffraient à 243 millions de dollars, contre 1.7 milliard pour la même période en 1972.

Le déficit global, en termes de comptabilité nationale, des administrations provinciales et municipales s'est considérablement creusé au cours des quatre dernières années en même temps que croissaient très fort leurs dépenses en biens de capital. Cependant, les emprunts nets des provinces, des municipalités et de leurs entreprises ont enregistré une baisse en 1973 par rapport au niveau relativement élevé de 1972, année où ils auraient été affectés en partie à financer l'augmentation de leurs portefeuilles d'avoirs financiers. Le financement obtenu sur le marché canadien des obligations à long terme a continué de s'inscrire en baisse. En termes nets, le recours au marché obligataire américain a été quelque peu supérieur à ce qu'il avait été en 1972, mais cette légère augmentation a été plus que compensée par la réduction notable du financement obtenu sur les marchés d'outre-mer. Par contre, le recours au crédit bancaire a vivement progressé, surtout en ce qui concerne les municipalités: contrairement à ce qui s'était passé les années précédentes, les municipalités n'ont pas réduit leurs appels de fonds au second semestre de 1973.

L'augmentation considérable des financements obtenus par les entreprises

*Les opérations swaps consistent en des transactions de courte durée intervenues entre la Banque du Canada et le Fonds des changes, et en vertu desquelles la Banque achète du Fonds des avoirs en devises étrangères qu'elle s'engage à lui revendre.

Table III
Tableau III

Mortgage holdings of major private financial institutions[1]
Portefeuilles hypothécaires des principales institutions financières du secteur privé[1]

	Billions of dollars; end-December 1973 / En milliards de dollars fin décembre 1973	Percentage increase over previous year-end / Augmentation annuelle en % (données de fin d'année) Average 1966–70 / Moyenne 1966–1970	1971 / 1971	1972 / 1972	1973 / 1973	
Chartered banks[2]	4.5	12	58	47	34	Banques à charte[2]
Trust and mortgage loan companies	11.9	12	14	21	29	Sociétés de fiducie ou de prêt hypothécaire
Life insurance companies	7.6	6	2	5	8	Compagnies d'assurance-vie
Credit unions and caisses populaires	3.4	14	22	44	43	Caisses populaires et credit unions
Pension funds	1.8	10	13	10	12	Caisses de retraite
Other financial institutions[3]	1.2	17	33	22	62	Autres institutions financières[3]
Total	30.4	10	14	20	25	Total

[1]Principally mortgages secured by residential property; figures for December 1973 are estimated, except for banks.
[2]Residential mortgages only.
[3]Includes Quebec savings bank, mutual and fraternal benefit societies, fire and casualty insurance companies, real estate investment trusts, and mutual funds.

[1]Il s'agit principalement ici de prêts hypothécaires à l'habitation; sauf en ce qui concerne les banques, les chiffres de décembre 1973 sont des estimations.
[2]Ne comprend que les prêts hypothécaires à l'habitation.
[3]Comprend la banque d'épargne opérant au Québec, les associations fraternelles ou de secours mutuels, les compagnies d'assurance-incendie et d'assurance-accidents, les fonds communs de placement immobilier et les fonds mutuels.

Among the major lenders, the trust and mortgage loan companies (including mortgage loan company affiliates of the chartered banks) continued to increase their share of the market, as did the chartered banks, credit unions and caisses populaires.

Consumer expenditure on durable and semi-durable goods also rose very strongly in 1973, particularly in the early part of the year. These outlays were financed in part by a further rise in the amount of consumer credit extended (see Appendix Table V). The rate of growth of consumer credit balances outstanding, which had accelerated markedly from 6 per cent in 1970 to 17 per cent in 1972, was much the same for 1973 as a whole, though the rate of growth declined in the second half of the year to 16 per cent from 21 per cent in the first half. The chartered banks' share of the consumer credit market continued to expand; the banks' personal loans accounted for just over one half of the total outstanding at the end of last year compared with about 45 per cent two years earlier.

In total, the substantial increase in 1973 in financing by non-financial borrowers other than the federal Government was almost entirely accommodated by the financial institutions (see Appendix Table VI). The acquisition of securities by Canadian investors other than financial institutions has for some years tended to be dominated by net purchases of Canada Savings Bonds; in 1973 there was a net decline in the amount

non financières en 1973 a été en grande partie assurée par les institutions financières, particulièrement les banques (voir le Tableau III de l'Annexe). De plus, l'encours du papier commercial à court terme et des acceptations bancaires a progressé de 7% en 1973. Le financement obtenu du marché obligataire et des bourses canadiennes a été inférieur l'an dernier à celui de 1972. Les concours obtenus sur les bourses de valeurs et marchés obligataires canadiens ont été moindres qu'en 1972.

L'augmentation du financement externe des entreprises, conjuguée à la nouvelle poussée des ressources d'autofinancement, a permis aux entreprises de sensiblement accroître leurs investissements fixes et, parallèlement, de gonfler dans des proportions appréciables leurs portefeuilles d'avoirs financiers. Bien que la prudence soit de rigueur dans l'interprétation des données disponibles, il appert que les entreprises auraient considérablement grossi leurs portefeuilles d'avoirs financiers au cours de chacune des trois dernières années.

Le volume du crédit hypothécaire a été particulièrement élevé en 1973. Les mises en chantier de logements ont progressé pour la troisième année consécutive, atteignant un niveau record de 268,000 unités, et la valeur moyenne des nouvelles constructions résidentielles s'est élevée de 20%. Les prêts garantis par des logements existants ont également marqué une nette progression. Au cours des neuf premiers mois de 1973, selon les données

of CSBs outstanding but our estimates indicate that there was a slight increase in their holdings of other securities. Funds obtained from non-residents declined in 1973, partly reversing the increase of the previous year.

In addition to funds raised by non-financial borrowers, the banks, real estate investment trusts and other financial institutions borrowed almost $700 million in 1973 through net sales of longer-term debt in the domestic market, an increase of $150 million from the previous year.

Financial institutions

The increase in lending by financial institutions in 1973 was reflected in a somewhat more rapid rate of growth of their combined major assets than in the previous year (see Table IV). The deposit-taking institutions experienced particularly rapid increases in their assets in 1973 but the contractual savings institutions and the sales finance and consumer loan companies also maintained the relatively buoyant growth rates recorded in 1972.

disponibles, les approbations de prêts hypothécaires à l'habitation auraient augmenté, comparativement à la période correspondante de l'année antérieure, de 46% en nombre et de 20% en valeur unitaire.

Le portefeuille hypothécaire des principales institutions de crédit (surtout le compartiment des créances garanties par des logements) a progressé de 25% en 1973 (voir Tableau III). Parmi les principaux prêteurs, les sociétés de fiducie ou de prêt hypothécaire (y compris les sociétés de prêt hypothécaire filiales de banques à charte) ont continué d'augmenter leur part du marché, tout comme les banques à charte, les caisses populaires et les credit unions.

La dépense des ménages en biens durables et semi-durables a aussi très fort augmenté en 1973, particulièrement au début de l'année. Cette dépense a été financée en partie par une nouvelle hausse de l'encours du crédit à la consommation (voir Tableau V de l'Annexe). Le taux de croissance de cet encours, qui faisant preuve d'une forte vigueur était passé de 6% en 1970 à 17% en 1972, est resté sensiblement le même pour l'ensemble de l'année 1973, bien qu'il eût régressé de 21% à 16% du premier au second semestre. Les banques ont continué d'accroître leur part du marché du crédit à la

Table IV
Tableau IV

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

	Billions of dollars December 1973 / En milliards de dollars Décembre 1973	Percentage increase over previous year-end / Augmentation annuelle en % (données de fin d'année)						
		1968	1969	1970	1971	1972	1973	
		1968	1969	1970	1971	1972	1973	
Deposit-taking institutions								Institutions de dépôt
Chartered banks[1]	48.3	14	5	9	19	15	17	Banques à charte[1]
Quebec savings bank	0.8	16	7	8	13	10	15	Banque d'épargne du Québec
Trust and mortgage loan companies	15.4	12	14	14	13	15	23	Sociétés de fiducie ou de prêt hypothécaire
Credit unions and caisses populaires[2]	8.4	11	9	12	22	27	25	Caisses populaires et credit unions[2]
Sub-total	72.8	13	7	11	18	16	19	Total partiel
Contractual savings institutions								Institutions d'épargne contractuelle
Life insurance companies	18.8	6	5	4	7	10	9	Compagnies d'assurance-vie
Pension funds	15.8	12	12	11	12	14	13	Caisses de retraite
Sub-total	34.5	8	8	7	9	11	11	Total partiel
Sales finance and consumer loan companies	6.8	11	15	–3	5	13	14	Sociétés de financement ou de prêt à la consommation
TOTAL	114.1	11	8	8	14	15	16	TOTAL

Note: Data for December 1973 are estimated except for banks.

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

Nota : Sauf en ce qui concerne les banques, les données de décembre 1973 sont des estimations.

[1] Principaux avoirs en dollars canadiens, plus les avoirs nets en monnaies étrangères ; moyennes des mercredis.
[2] Estimations obtenues après élimination des doubles emplois dans les données relatives aux caisses populaires ou credit unions locales et leurs centrales.

Table V

Selected bank assets
Quelques avoirs bancaires

Average of Wednesdays, unless otherwise indicated Moyenne des mercredis, sauf indication contraire

	Billions of dollars December 1973 En milliards de dollars Décembre 1973	Percentage change Variation en %					
		December to December De décembre à décembre			Annual rates, seasonally adjusted Taux annuels; données désaisonnalisées		
		1971 1971	1972 1972	1973 1973	Dec. 1972 to June 1973 De déc. 1972 à juin 1973	June 1973 to February 1974 De juin 1973 à février 1974	
Canadian liquid assets	11.1	14	4	3	1	9	Avoirs liquides canadiens
Loans, mortgages and other investments	38.8	21	23	25	25	23	Prêts, hypothèques et autres placements
Canadian dollar loans	31.6	16	22	27	26	23	Prêts en dollars canadiens
General loans	29.3	20	23	26	26	23	Prêts généraux
Business(1)	17.1	24	22	27	23	28*	*prêts aux entreprises*(1)
Ordinary personal(1)	8.9	24	24	24	30	19*	*prêts personnels ordinaires*(1)
Other loans	2.3	–16	13	29	18	30	Autres prêts
Residential mortgages	4.5	56	47	34	35	36	Prêts hypothécaires à l'habitation
Provincial, municipal and corporate securities	2.4	42	10	–4	2	–1	Titres des provinces, des municipalités et des sociétés
Major Canadian dollar assets	49.9	19	17	19	19	19	Principaux avoirs en dollars canadiens
Total major assets(2)	48.3	19	15	17	16	18	Ensemble des principaux avoirs(2)
Memo: Business loans plus commercial paper and bankers' acceptances(1)	18.8	24	18	25	29	26*	Pour mémoire : Prêts aux entreprises plus papier commercial et acceptations bancaires(1)

*June 1973 to January 1974
(1)Month-end.
(2)Major Canadian dollar assets plus net foreign assets.

*De juin 1973 à janvier 1974.
(1)En fin de mois.
(2)Principaux avoirs en dollars canadiens plus avoirs nets en devises étrangères.

Major assets of the chartered banks increased somewhat more rapidly than in the previous year, reflecting a further acceleration in the growth of their loan and mortgage portfolio. Holdings of Canadian liquid assets rose during 1973 at about the same moderate pace as in the previous year. The ratio of "free" Canadian liquid assets* to total major assets declined during the year by a further 3 percentage points to 9.8 per cent in December; in February 1974 it stood at 9.3 per cent. The pressure exerted on the banking system's Canadian dollar funds by the strong rise in lending activity was also reflected in a substantial decline in their net foreign currency position of over $1 billion during the year.

*"Free" Canadian liquid assets comprise the banks' holdings of cash, Government of Canada treasury bills and day-to-day loans in excess of minimum reserve requirements, plus Government of Canada bonds and call loans.

consommation; leurs prêts personnels représentaient un peu plus de la moitié de l'encours total de ces prêts à la fin de l'année, contre environ 45% deux ans plus tôt.

Dans l'ensemble, l'augmentation substantielle du financement obtenu par les agents économiques non financiers autres que le gouvernement canadien a été assurée presque exclusivement par les institutions financières (voir Tableau VI de l'Annexe). Globalement, les investisseurs canadiens autres que les institutions financières avaient eu tendance pendant quelques années à orienter leurs achats nets de titres vers les placements en Obligations d'épargne du Canada; en 1973, l'encours de ces obligations a marqué une réduction nette mais nos estimations donnent à penser que les autres portefeuilles-titres de ces investisseurs se sont légèrement gonflés. Les concours financiers fournis par les non-résidents ont enregistré une baisse en 1973,

Chart III
Graphique III

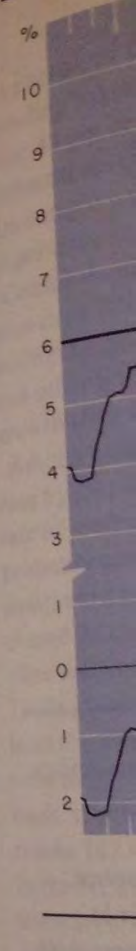


Chart III Selected interest rates on short-term borrowing
Graphique III Quelques taux d'intérêt à court terme



As a result, the rate of growth of total major assets, which includes the net foreign currency position, was less than that for Canadian dollar major assets.

All major categories of bank loans rose strongly during 1973 (see Table V). The more rapid increase in business loans than in 1972 mainly reflected a particularly large rise during the second half of the year and was concentrated in loans to large borrowers. Some of these borrowers raise funds both through bank credit and in the short-term paper market and at times may switch between the two sources of funds in response to small changes in interest rate spreads. As the cost of borrowing by the issue of short-term paper approached and then exceeded bank prime lending rates in the second half of the year (see Chart III), there was a qui est venue compenser en partie l'augmentation enregistrée en 1972.

En plus des fonds obtenus par les agents économiques non financiers, un montant net de près de 700 millions de dollars, soit 150 millions de plus qu'en 1972, a été récolté en 1973 par les banques, les fonds communs de placement immobilier et les autres institutions financières par l'émission de titres à relativement long terme sur le marché national.

Les institutions financières

L'augmentation des prêts octroyés par les institutions financières en 1973 s'est traduite par rapport à 1972 par une certaine accélération de la croissance de l'ensemble de leurs principaux avoirs (voir Tableau IV). Les institutions de dépôt ont vu leurs avoirs marquer une progression particulière-

Table VI Chartered bank business loans and authorizations
Tableau VI Banques à charte : prêts et lignes de crédit accordés aux entreprises

Average of Wednesdays, unless otherwise indicated Moyenne des mercredis, sauf indication contraire

	Billions of dollars December 1973 En milliards de dollars Décembre 1973	Percentage change Variation en % December to December De décembre à décembre 1971 1971	1972 1972	1973 1973	
Business loans outstanding Total	17.1	24	22	27	Encours des prêts aux entreprises Total
Under authorized limits of:					Dans le cadre de crédits autorisés
less than $100,000	2.7	15	12	14	de moins de $100,000
$100,000 to $1 million	4.1	17	24	23	de 100,000 à 1 million de dollars
$1 million to $5 million	3.8	18	26	27	de 1 million à 5 millions
$5 million and over	6.5	42	23	37	de 5 millions et plus
Business loan authorizations ($100,000 and over) Total	27.1	34	20	18	Autorisations de prêts aux entreprises ($100,000 et plus) Total
Under authorized limits of:					Dans le cadre de crédits autorisés
$100,000 to $1 million	6.8	17	22	20	de 100,000 à 1 million de dollars
$1 million to $5 million	6.7	24	23	16	de 1 million à 5 millions
$5 million and over	13.6	49	18	18	de 5 millions et plus

substantial movement by business borrowers into bank credit;* the amount of commercial paper outstanding, which had increased rapidly from mid-1972 to mid-1973, fell sharply. Early this year there was a move back again to the paper market. The sum of these two kinds of business borrowing slowed to an annual rate of growth of 26 per cent during the seven months to January 1974, compared with 29 per cent during the first six months of 1973.

As can be seen in Table VI business loans outstanding under authorizations of $5 million or more rose considerably faster in 1973 than in the previous year. Among other categories, business loans under credit lines of between $100,000 and $5 million rose at much the same pace in both years but loans in the smallest size category increased by 14 per cent compared with 12 per cent in 1972.

Business loan authorizations (over $100,000) increased at nearly the same pace in 1973 as in the previous year. Credit lines in the largest size category rose at the same rate in both years and the rate of growth of other authorizations, while slowing somewhat, was still substantial.

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

ment forte, mais les institutions d'épargne contractuelle ainsi que les sociétés de financement ou de prêt à la consommation ont également conservé le rythme de croissance relativement rapide enregistré en 1972.

Les principaux avoirs des banques à charte se sont accrus à une cadence un peu plus rapide qu'en 1972, reflétant une nouvelle accélération de la croissance des prêts et des concours hypothécaires octroyés par ces dernières. Les portefeuilles d'avoirs canadiens de première liquidité se sont développés en 1973 à peu près au même rythme modéré que celui qui avait été enregistré un an plus tôt. Le ratio avoirs liquides canadiens «libres»*/principaux avoirs a de nouveau reculé, de trois points cette fois, pour tomber à 9.8% en décembre; en février 1974, il s'établissait à 9.3%. Les pressions exercées sur les ressources en dollars canadiens des banques par la forte expansion du crédit se sont notamment traduites au cours de l'année par une contraction de plus d'un milliard de dollars des avoirs nets en devises étrangères de ces dernières. Par conséquent, le taux de croissance de l'ensemble des principaux avoirs, qui comprend la position nette en monnaies étrangères, a été inférieur à celui des principaux avoirs en dollars canadiens.

*Les avoirs liquides canadiens «libres» des banques comprennent l'excédent, sur le minimum requis, de l'encaisse, des bons du Trésor du gouvernement canadien et des portefeuilles de prêts au jour le jour, plus les obligations du gouvernement et les prêts à vue.

As a result of the slower growth of authorized credit lines than of outstanding loans, the percentage of authorizations drawn down increased from 48 per cent at the end of 1972 to 53 per cent at the end of 1973, the highest level since 1970. The increase was concentrated in the largest size category where the percentage of authorizations utilized rose from 41 per cent to 48 per cent.

Consumer loans by the banks increased by 24 per cent, the same rate of growth as during the previous two years. There was a very strong rise during the first five months of the year when spending on automobiles and other consumer goods was particularly buoyant, but the rate of growth then moderated to 19 per cent during the second half of the year.

Among other categories of loans to the private sector, loans to farmers rose by 28 per cent in 1973, or twice as fast as the already relatively high rate of increase in each of the previous two years. This acceleration was probably associated with a further substantial rise in outlays on farm equipment as well as higher farm operating costs, especially for purchased feeds.

The information on selected bank assets by province (published in Table 17 of the statistical section of this Review) indicates that the banks' mortgage investments and smaller loans to the private sector in total increased at the same 25 per cent pace as in 1972. On a regional basis, the banks' holdings of these assets increased at a somewhat faster rate in 1973 in each of the major regions with the exception of Ontario. In the Atlantic provinces as a whole there was an increase of 28 per cent compared with 25 per cent in 1972; the corresponding figures for Quebec were 25 per cent and 23 per cent.

The non-bank deposit-taking institutions experienced very strong growth in their major assets in 1973, largely reflecting increased mortgage investment. Mortgage holdings accounted for 77 per cent of the assets of the trust and mortgage loan companies at the end of 1973 compared with 73 per cent at the end of 1972. The credit unions and caisses populaires' mortgage portfolios amounted to 41 per cent of their major assets at the end of last year, 5 percentage points higher than in 1972; their consumer loans, which account for almost 30 per cent of assets, also increased substantially.

The rapid growth of these institutions' mortgage holdings and loans was accompanied by a slowing in the rates of growth of their portfolios of longer-term securities. Indeed, there was a decline in the trust and mortgage loan companies' portfolios of bonds and stocks, particularly

Toutes les principales catégories de prêts bancaires ont vivement progressé en 1973 (voir Tableau V). L'accélération par rapport à 1972 de la croissance des prêts aux entreprises s'explique par l'augmentation particulièrement forte survenue au second semestre et a surtout bénéficié aux gros clients. Parmi ces derniers, certains ont recours à la fois au crédit bancaire et au marché du papier à court terme, et de faibles fluctuations des taux relatifs d'intérêt suffisent parfois pour les porter à s'adresser à l'une plutôt qu'à l'autre de ces deux sources de financement. À mesure que le coût de l'émission du papier à court terme augmentait pour atteindre, puis dépasser les taux de base des prêts bancaires au second semestre de l'année (voir Graphique III), le crédit bancaire trouvait plus de faveur auprès des entreprises;† il s'ensuivit un fléchissement marqué de l'encours du papier commercial, qui du milieu de 1972 au milieu de 1973 a fortement augmenté. Au début de 1974, le papier commercial a regagné du terrain. Les données relatives à l'ensemble de ces deux formes de financement des entreprises indiquent que leur croissance aurait ralenti pour tomber au cours de la période de sept mois se terminant en janvier 1974 à un taux annuel de 26%, contre 29% pour les six premiers mois de 1973.

Comme on peut le voir au Tableau VI, l'encours des prêts accordés aux entreprises dans le cadre d'autorisations de crédit de 5 millions de dollars ou plus a augmenté à une cadence de loin supérieure à celle de l'année précédente. En ce qui concerne les autres catégories de prêts commerciaux, signalons que les prêts consentis dans le cadre de lignes de crédit de $100,000 à 5 millions de dollars ont conservé un rythme d'accroissement sensiblement égal au cours de ces deux années, mais les concours de plus faible montant ont enregistré une augmentation de 14% en 1973, contre 12% en 1972.

Les autorisations de crédit de 100,000 dollars ou plus aux entreprises ont progressé en 1973 à peu près au même rythme qu'en 1972. Les lignes de crédit de la catégorie la plus élevée se sont accrues à la même vitesse au cours de ces deux années, tandis que la croissance des autres catégories, tout en se ralentissant quelque peu, est demeurée considérable. Le montant des autorisations de crédit augmentant plus lentement que l'encours des prêts, le pourcentage d'utilisation des lignes de crédit est passé de 48% à la fin de 1972 à 53% à la fin de 1973, soit au plus haut niveau depuis 1970. Cette augmentation s'est concentrée dans la catégorie des autorisations de très gros montant, pour laquelle le taux d'utilisation a grimpé de 41% à 48%.

†Le coût de l'émission du papier à court terme comprend les commissions sur lignes de crédit réclamées par les banques, les commissions des négociants en valeurs mobilières ainsi que l'intérêt proprement dit. D'un autre côté, certains émetteurs de papier à court terme ne peuvent emprunter des banques au 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.

Government securities, during the year. Their short-term investments showed considerable fluctuation during the course of 1973. Such investments tend to be the counterpart of large flows of interest-sensitive deposit liabilities, although they also act in part as a buffer against the seasonal pattern of mortgage disbursements.

The rate of growth of the assets of the sales finance and consumer loan companies was particularly strong in the first and fourth quarters of 1973. For the year as a whole, the consumer receivables of these companies rose by 8 per cent, somewhat less rapidly than in the previous year. The rate of growth of business receivables continued to accelerate in 1973 to 24 per cent. The companies financed their asset growth mainly in short-term forms.

Les prêts bancaires à la consommation ont augmenté de 24%, c'est-à-dire au même taux qu'au cours des deux années précédentes. Ces crédits ont enregistré une très vive progression au cours des cinq premiers mois de l'année, qui ont été caractérisés par un essor particulier des dépenses consacrées à l'achat de voitures et d'autres biens de consommation, mais leur taux de croissance s'est ralenti pour s'établir à 19% au deuxième semestre de l'année.

En ce qui concerne les autres catégories de concours au secteur privé, on notera que les prêts aux agriculteurs ont progressé de 28% en 1973, soit à un taux deux fois plus rapide que le rythme relativement élevé observé en 1971 et en 1972. Cette accélération est probablement allée de pair avec une nouvelle hausse considérable des dépenses en biens d'équipement agricole, ainsi qu'avec un renchérissement des frais d'exploitation, de l'alimentation animale en particulier.

Les données, ventilées par province, de certains avoirs des banques à charte (publiées au Tableau 17 de la section des tableaux statistiques de cette Revue) indiquent que les concours hypothécaires et les petits prêts des banques au secteur privé se sont accrus en 1973 de 25%, soit au même rythme qu'en 1972. Le taux de croissance de ces avoirs s'est légèrement accéléré en 1973 dans chacune des principales régions du pays, sauf en Ontario. Dans les Provinces atlantiques, l'augmentation a été de 28%, contre 25% en 1972; au Québec, elle s'est établie à 25%, contre 23%.

En 1973, les organismes parabancaires autorisés à recevoir des dépôts ont très considérablement accru leurs principaux avoirs, surtout leurs prêts hypothécaires. Les portefeuilles hypothécaires constituaient 77% des avoirs des sociétés de fiducie ou de prêt hypothécaire à la fin de 1973, contre 73% à la fin de 1972. Ceux des caisses populaires et des credit unions représentaient 41% de leurs principaux avoirs à la fin de l'année dernière, chiffre de cinq points supérieur au taux de 1972; leurs prêts à la consommation, qui constituent près de 30% de leurs avoirs, ont également beaucoup progressé.

La vive progression des créances hypothécaires et autres de ces institutions est allée de pair avec un ralentissement de la croissance de leurs avoirs en titres à plus long terme. De fait, les avoirs en actions et en obligations, en fonds d'État en particulier, des sociétés de fiducie ou de prêt hypothécaire se sont contractés au cours de l'année. Leurs placements à court terme ont enregistré des fluctuations considérables en 1973. Ces placements tendent à constituer la contrepartie des flux substantiels de dépôts sensibles aux fluctuations des taux d'intérêt, tout en servant également à atténuer les variations saisonnières des décaissements relatifs aux prêts hypothécaires.

An introduction to the Euro-currency market

Money - International aspects

Boyden E. Lee

The past few months have seen two developments of major significance to the Euro-currency market – the sharp escalation of oil prices which is having a dramatic effect on the balance of payments positions of oil-importing and oil-exporting countries and the termination at the end of January of the U.S. controls on capital outflows. As a result, many questions are being raised about the future evolution of the market and the role it may play in recycling the large volume of surplus funds from oil-producing countries to deficit countries. Although there is very little that can be said at this time about the way the market may change in the future, it is perhaps of interest to cast a backward look at the growth of the Euro-currency market since the late 1950s. This article, prepared by Boyden E. Lee, a consultant with the International Department of the Bank, discusses the origins of the market, some of the more important factors that have influenced its development and certain of the mechanics of its operations. It also touches briefly on the role it has come to play in international banking and how the market may be broadly affected by recent developments.

Understanding of the Euro-currency market, though still not perfect, has improved considerably since a newspaper editor reportedly phoned his local bank manager and requested that a 'Euro-dollar' be sent to his office so that a photo of it could be included in an article on the subject. While to many the concept is still difficult to grasp, the Euro-currency market is simply an international market in banking funds.

The term 'Euro-currency' is generally understood to refer to deposits booked by commercial banks in currencies other than that of the country in which they are resident. The bank either deposits the funds with other banks or uses them to make loans to residents or to non-residents. The term 'Euro-bank' refers to commercial banks who actively make up

Initiation au marché des euro-devises

Boyden E. Lee

Ces derniers mois, deux développements très importants pour le marché des euro-devises sont apparus, à savoir la flambée des prix pétroliers, qui a une incidence spectaculaire sur la balance des paiements des pays exportateurs et importateurs d'hydrocarbures, et l'abrogation à la fin de janvier par les États-Unis des mesures de contrôle relatives aux sorties de capitaux. Par conséquent, on se pose de nombreuses questions sur l'évolution future du marché des euro-devises et sur le rôle que celui-ci peut jouer dans le réacheminement vers les pays déficitaires de l'énorme excédent de fonds enregistré par les pays producteurs de pétrole. Bien que l'évolution de ce marché ne se prête actuellement guère à des prévisions élaborées, n'est peut-être pas sans intérêt de jeter un coup d'œil rétrospectif sur la croissance qu'a connue le marché des euro-devises depuis la fin des années cinquante. Dans cet article rédigé par M. Boyden E. Lee, consultant au Département des relations internationales de la Banque, il sera question des origines de ce marché, de quelques-uns des éléments importants qui en ont influencé l'évolution, ainsi que de certains aspects de son fonctionnement. Le rôle que ce marché en est arrivé à jouer dans le système bancaire international et l'effet que pourra avoir sur ce marché l'évolution récente y seront aussi brièvement analysés.

La compréhension de ce qu'est le marché des euro-devises, bien que toujours imparfaite, s'est considérablement améliorée depuis le jour où, prétendument, le rédacteur en chef d'un journal téléphona au directeur de sa banque pour demander à ce dernier de lui envoyer un «euro-dollar», dont une photographie servirait à illustrer un article. Bien que beaucoup de personnes ne comprennent cela qu'à grand peine, le marché des euro-devises constitue tout simplement un marché international de fonds bancaires.

Par l'expression «euro-devises», on entend généralement les dépôts en monnaies étrangères dans les banques commerciales. Ces dernières peuvent soit déposer à leur tour les fonds dans d'autres banques soit les employer pour effectuer des prêts à des résidents ou à des non-résidents. Le terme

the Euro-currency market. Although the bulk of this activity is centred in Europe, banks in Canada, Japan and elsewhere accept foreign currency deposits which may also be referred to as Euro-currency. Within the last few years a dollar market centred in Singapore has been growing rather rapidly. The banking activity in this 'Asian-dollar' market is essentially similar to that in markets in Europe. Euro-currency is created whenever a bank books a foreign currency deposit; it may also be created when a bank makes a foreign currency loan without a corresponding Euro-dollar deposit by switching domestic assets into foreign currencies, usually on a covered basis, and lending the funds. In this article, the term Euro-currency will be used to refer to all such foreign currency business, although the data on the size of the market relate only to commercial banks (including branches of foreign banks) in eight reporting European countries.

Central banks, commercial banks, private non-banks (essentially large business corporations) and, to a limited extent, international organizations are the major holders of Euro-currency deposits. Initially official organizations were the most important depositors but more recently business corporations have taken the lead.

Euro-currency activity largely depends on the existence of two fundamental conditions. First, that potential investors be able to earn a rate of return on a Euro-currency investment somewhat higher than they could earn on an investment of similar terms, quality and risk in national financial markets and, second, that borrowers be able to secure credit on terms more favourable than could be arranged for similar financing elsewhere. The freedom of the Euro-currency market from stipulated reserve requirements and other restrictions explains why the market has enjoyed this kind of competitive advantage over the domestic banking systems of most countries. A further advantage over banks in some countries is that interest is paid on Euro-currency deposits regardless of the term of the deposit and is not subject to the kind of interest rate ceilings imposed in some domestic banking systems.

The process of channelling funds internationally from lenders to borrowers has given rise to an efficient inter-bank market in which the banks operate on very narrow margins between borrowing and lending rates. This they can do because the borrowing bank will normally be large and well-established, because all transactions are large and because of the absence of reserve requirements.

«euro-banque» désigne les banques commerciales qui participent activement au marché des euro-devises. Le gros des opérations se concentre en Europe; toutefois, des banques établies au Canada, au Japon et dans d'autres pays acceptent des dépôts en monnaies étrangères qui peuvent être également considérés comme des euro-devises. Depuis quelques années, un marché du dollar, dont le centre se trouve à Singapour, se développe rapidement. L'activité bancaire enregistrée sur ce marché asiatique du dollar ne diffère guère de celle pratiquée sur les marchés européens. Il y a création d'euro-devise toutes les fois qu'une banque comptabilise un dépôt en monnaie étrangère; il y a également création d'euro-devise quand une banque, sans détenir un montant équivalent d'euro-dollars, octroie un prêt en monnaie étrangère provenant de la conversion, généralement assortie d'une couverture de change à terme, d'avoirs libellés en monnaie nationale. Dans le présent article, l'expression «euro-devises» s'applique à toutes les transactions en devises de cette nature, bien que les données dont nous disposions relativement aux dimensions de ce marché concernent seulement les banques commerciales (y compris les succursales de banques étrangères) de huit pays européens.

Des banques centrales, des banques commerciales, des entreprises privées du secteur non bancaire (principalement de grosses sociétés commerciales) et, dans une certaine mesure, des organismes internationaux sont les principaux détenteurs de dépôts en euro-devises. Au début, les organismes officiels détenaient la plus forte proportion de ces dépôts mais, ces derniers temps, la palme leur a été ravie par les sociétés commerciales.

L'activité du marché des euro-devises dépend dans une large mesure de deux conditions fondamentales. Premièrement, les investisseurs éventuels doivent pouvoir recevoir d'un placement en euro-devises un rendement quelque peu supérieur à celui qu'ils obtiendraient sur le marché intérieur à la suite d'une opération de même nature, faite aux mêmes conditions et comportant les mêmes risques. Deuxièmement les emprunteurs doivent pouvoir s'y procurer du crédit à des conditions plus avantageuses que celles qu'ils pourraient obtenir ailleurs. Le fait que le marché des euro-devises soit exempté de l'obligation de constituer des réserves et d'autres formes de restrictions explique pourquoi ce marché a pu rivaliser avantageusement avec les systèmes bancaires intérieurs de la plupart des pays. Un autre avantage de ce marché par rapport au système bancaire de certains pays est que les dépôts en euro-devises sont rénumérés quelle que soit l'échéance du dépôt et que leur taux de rénumération n'est pas limité comme il l'est dans certains pays.

As can be seen in Chart I the non-dollar segment of the market was quite small until 1969; since then, however, there has been a marked increase, particularly in Euro-D marks. In most cases the initial impetus for the establishment of a market in currencies other than U.S. dollars came largely from measures taken by various European countries to stave off massive capital inflows. These measures had the effect of encouraging the growth of deposits in the currencies concerned in banks outside the respective domestic banking systems.

The evolution of the Euro-dollar market

The development of the Euro-dollar market is generally dated from the late 1950s when banks in Europe and elsewhere began to expand substantially their foreign currency business. Such business was not in itself new. In fact, long before the term Euro-dollar market was used to describe this type of activity, Canadian chartered banks had booked U.S. dollar deposits in Canada and placed the bulk of the funds in the New York 'call' and 'street loan' markets. However in the late 1950s, banks in Europe, particularly in London, began taking foreign currency deposits and making foreign currency loans on a much larger scale than previously, and with this development an inter-bank market emerged. With the advent of a dollar market in Europe, Canadian chartered banks began booking U.S. dollar deposits at their overseas branches, especially those in London, in addition to booking such deposits at their Canadian head offices and were among the earliest and most active participants in the market.

The initial stimulus to the growth of a Euro-dollar market is believed to have come from the move in the late 1950s by the Soviet Union and other Eastern European countries to shift their dollar assets from U.S. banks to commercial banks in London and Paris, largely in response to cold war tensions. About this time two developments in the United Kingdom also provided a marked impetus. In 1955, access by the local authorities to the Public Works Loan Board was restricted and they began borrowing a large part of their requirements in the short-term market. By the late 1950s, London accepting houses and certain overseas banks had moved in to meet this demand by offering market rates for foreign currency deposits; these funds were then switched into sterling and loaned to local authorities. In 1957, a run on sterling caused the U.K. authorities to prevent sterling credits from being used to finance non-British foreign trade. The effect of these restrictions was to increase

tout autant une source utile de fonds qu'un débouché intéressant pour les capitaux. Certains pays ont même de temps à autre officiellement encouragé le recours à ces marchés, pour des considérations de balance des paiements ou de financement intérieur. Par contre, l'existence de ce marché a parfois contribué à aggraver les problèmes de certains pays en offrant une voie à des mouvements spéculatifs de capitaux à court terme, ce qui fait penser à certains observateurs que la croissance du marché des euro-devises a grandement renforcé une masse de liquidités devenue assez considérable pour constituer une source potentielle d'instabilité monétaire internationale.

Comme le montre le Graphique I, les opérations en devises autres que le dollar représentaient jusqu'en 1969 une assez faible proportion du marché; toutefois, leur importance s'est fortement accrue depuis, surtout en ce qui concerne les euro-marks. Dans la plupart des cas, ce sont les mesures prises par divers pays européens pour empêcher des entrées massives de capitaux qui ont dans une large mesure déclenché le processus de création des marchés de monnaies autres que le dollar. Ces mesures ont eu pour effet de favoriser la croissance des dépôts en monnaies des pays en cause auprès de banques ne faisant pas partie du système bancaire national.

L'évolution du marché de l'euro-dollar

On fait généralement remonter l'expansion du marché de l'euro-dollar à la fin des années cinquante, époque où en Europe et ailleurs les banques ont commencé à fortement accroître le volume de leurs opérations en devises étrangères. Ces opérations en elles-mêmes n'étaient pas nouvelles. En fait, bien avant que l'expression «marché de l'euro-dollar» ne fût utilisée pour désigner ce genre de transactions, les banques à charte canadiennes recevaient des dépôts libellés en dollars É.-U. au Canada et en plaçaient la majeure partie sur le marché new-yorkais des prêts à vue aux négociants et courtiers en valeurs mobilières. Cependant, vers la fin des années cinquante, les banques européennes, en particulier celles de Londres, commencèrent à accepter des dépôts en devises et à octroyer des prêts en monnaies étrangères sur une beaucoup plus vaste échelle que précédemment, ce qui donna lieu à la création d'un marché interbancaire. Le développement d'un marché du dollar en Europe fit que les banques à charte canadiennes commencèrent à accepter des dépôts en dollars É.-U. dans leurs succursales d'outre-mer, spécialement dans celles de Londres, tout en continuant d'en recevoir à leur siège social; elles se classent ainsi parmi les participants les plus anciens et les plus actifs de ce marché.

C'est la décision prise à la fin de la décennie cinquante par l'Union Sovié-

the demand by U.K. banks for U.S. dollars which they could use to finance non-British trade. They also contributed to the development of a Euro-sterling market.

The progressive relaxation in the late 1950s of the stringent foreign exchange controls imposed in Western Europe during and after the war was another important factor in the development of the market. Exchange controls on current account transactions were removed first and, though this was a necessary element, a more essential requirement was the relaxation of controls on financial transactions. Banks throughout Europe were thereby given greater freedom to accept deposits in foreign currencies and lend them to other banks or to non-bank final borrowers.

The development of this foreign currency business by banks was concentrated in the U.S. dollar because of the wide use of the dollar as an international transaction currency and the large and persistent U.S. balance of payments deficit which added substantially to the U.S. dollar claims of non-residents. In addition, various measures taken by the U.S. authorities to deal with the balance of payments problem, together with certain features of U.S. banking regulations, in particular the interest rate ceilings on time deposits imposed under the Federal Reserve Board's Regulation Q, have at times encouraged a flow of funds into the Euro-dollar market.

In 1963 the United States introduced the Interest Equalization Tax (IET). By effectively cutting off borrowers in overseas industrialized countries from the U.S. capital market, this measure contributed to the growth of the Euro-bond market and indirectly to an expansion of the Euro-dollar market. Two years later, in an effort to limit capital outflows, the U.S. authorities introduced a programme of voluntary guidelines on foreign investment. However the U.S. balance of payments continued to worsen and in January 1968 a more restrictive and mandatory programme was adopted.* These measures led U.S. firms to borrow increasing amounts of funds outside the United States in order to finance their overseas investments. The Euro-dollar (and Euro-bond) market was the main source to which they turned.

At the same time, large U.S. banks began to borrow heavily in the Euro-dollar market through their overseas branches during periods of tight money in the United States. This was particularly the case in 1968–69 when domestic credit demands were very high and large U.S.

*Guidelines on capital outflows were introduced in Canada in the spring of 1968 following this country's exemption from the U.S. balance of payments measures.

tique et par certains autres pays de l'Europe de l'Est de transférer, dans une large mesure en réaction aux tensions provoquées par la guerre froide, les avoirs en dollars qu'ils détenaient dans des banques américaines à des banques commerciales de Londres et de Paris, qui a donné le coup d'envoi à la croissance du marché de l'euro-dollar. À peu près à la même époque, deux développements survenus au Royaume-Uni contribuèrent également à faire accélérer le cours des événements. En 1955, des limitations furent apportées aux possibilités qu'avaient les administrations locales d'emprunter des fonds auprès du *Public Works Loan Board* (Organisme de crédit aux travaux publics), de sorte qu'elles s'adressèrent au marché à court terme pour satisfaire une grande partie de leurs besoins de financement. Vers la fin des années cinquante, des maisons d'acceptation de Londres ainsi que certaines banques d'outre-mer s'étaient mises sur les rangs pour satisfaire cette demande et offraient sur les dépôts en monnaies étrangères les taux du marché; ces fonds étaient ensuite convertis en livre sterling et prêtés aux pouvoirs locaux. En 1957, des tirages massifs de sterling portèrent les autorités du Royaume-Uni à interdire l'emploi de crédits en sterling pour financer des échanges entre pays tiers. Ces mesures eurent pour effet d'accroître la demande de dollars É.-U. par les banques du Royaume-Uni, puisqu'elles pouvaient les utiliser pour le financement de ces échanges. Ces mesures ont aussi contribué à la formation d'un marché de l'euro-sterling.

Le retrait progressif vers la fin des années cinquante des rigoureuses mesures de contrôle des changes imposées en Europe occidentale pendant et après la guerre a également beaucoup favorisé le développement du marché. Les contrôles de change sur les paiements courants furent les premiers à être abolis; cette mesure, nécessaire sans doute, se révéla néanmoins moins importante que l'adoucissement des contrôles sur les opérations financières, qui accorda aux banques européennes plus de latitude pour accepter des dépôts en monnaies étrangères et pour les remployer sous forme de prêts à d'autres banques ou de crédits directs à des clients du secteur non bancaire.

L'essor de cette activité bancaire en devises fut surtout le fait des opérations en dollars É.-U. pour la raison que cette monnaie servait en général de moyen de paiement dans les transactions internationales et que la situation largement et continuellement déficitaire de la balance américaine des paiements faisait accroître considérablement les avoirs des non-résidents en dollars É.-U. En outre, diverses mesures prises par les autorités américaines en vue de redresser la balance des paiements, ainsi que certaines caractéristiques de la réglementation bancaire aux États-Unis, en particulier les limitations des taux d'intérêt sur les dépôts à terme instituées par la «Régle-

chartered bank in making a loan denominated in U.S. dollars to a Canadian resident will often credit the account of the borrower at a Canadian branch, either in U.S. funds or more commonly by providing Canadian dollars which are acquired in the exchange market on behalf of the customer. In the latter case, the bank usually arranges for the borrower a swap transaction to mature when the loan is due; the borrower is thereby protected against fluctuations in the exchange market. In general, chequing privileges on U.S. dollar accounts held outside the United States are relatively rare. However they are somewhat more common in Canada, in part because of the close trading relationship with the United States; an informal clearing arrangement for U.S. dollar items has been established by Canadian banks at major centres.

Operational aspects of the market

Deposits in Euro-banks denominated in foreign currencies mainly take the form of time deposits. As at the end of March 1973, about 21 per cent of the Euro-currency deposits in London were in the 'sight' to less than eight-day maturity range, 44 per cent in the less than three-month range and 29 per cent in the three-month to one-year range.

Although other factors may influence the holding of dollars outside the United States, the main attraction is the higher rates of interest offered by the Euro-banks as compared with those obtainable in New York. Chart II shows the differential between the rate on three-month Euro-dollar deposits and that on three-month certificates of deposit in New York over the past six years. In the past, relatively small changes in this differential have generated large flows of funds between New York and Europe; at other times, particularly during the past year, the differential on shorter-term deposits of 30-days or less has had the greatest effect on the movement of funds.

There is also an element of arbitrage in the demand for Euro-dollar deposits. Whenever interest yields on a covered basis permit a profitable operation, the Euro-banks bid aggressively for additional foreign currency deposits which they then convert and lend to a borrower. Since the cost of forward cover is an important factor and the exchange market is very fluid, any arbitrage action must be taken quickly. As a consequence, such opportunities are often not fully reflected in published data. However, for illustrative purposes, Table II shows when profitable arbitrage into sterling might have occurred on the basis of month-end

Les banques américaines ont souvent trouvé utile de recourir au marché de l'euro-dollar dans la gestion de leurs réserves à court terme, mais rarement pour effectuer des ajustements au jour le jour, en raison du délai de deux jours que comporte la livraison des fonds et des inconvénients dus au décalage horaire entre l'Europe et New-York. Toutefois, elles en ont profité pour alimenter leurs réserves pendant les week-ends et les jours fériés. En effet, aux États-Unis, les réserves sont établies à partir de données journalières et non pas de moyennes des jours ouvrables comme au Canada. Aussi, comme l'expliquait une autorité en la matière, vu les délais d'usage à New-York pour la compensation des chèques, un emprunt obtenu sur le marché de l'euro-dollar le jeudi pour être remboursé le vendredi peut compter comme réserve bancaire pendant trois jours, soit du vendredi au dimanche inclusivement*.

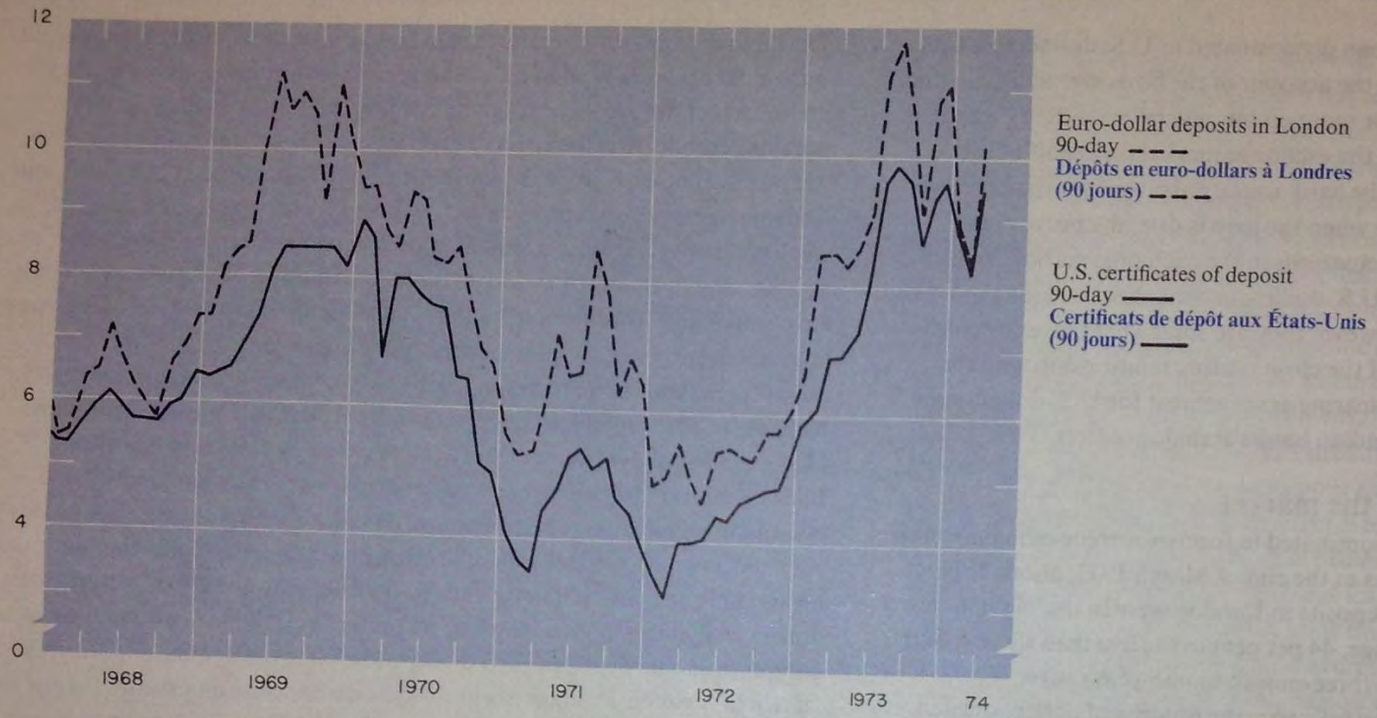
Les euro-banques affectent leurs avoirs en dollars à des emplois divers. Elles les utilisent principalement pour octroyer des prêts en dollars soit à d'autres euro-banques, de leur pays ou de l'étranger, soit directement à des emprunteurs autres que des banques et, à l'occasion, pour effectuer des placements sur le marché monétaire américain. Elles peuvent aussi convertir des dollars en d'autres devises avant de les prêter. Toutefois, quand une euro-banque utilise un dépôt en euro-dollars nouvellement acquis, elle n'affecte en rien la capacité de financement du système bancaire américain. En fait le système euro-bancaire peut employer un dépôt à New-York pour consentir un prêt sans réduction correspondante du crédit disponible auprès du système bancaire américain. Cette situation ressemble beaucoup à celle qui découle dans la plupart des pays des relations entre les intermédiaires financiers non bancaires et les banques commerciales.

Lorsqu'elle effectue un prêt, l'euro-banque transfère généralement les fonds à l'emprunteur par câble ou par télex adressé à son agence ou à sa banque correspondante à New-York. Bien que tel soit l'usage en général, une banque à charte canadienne qui fait un prêt en dollars américains à un résident canadien aura plutôt tendance à créditer le compte de l'emprunteur dans une succursale canadienne, soit en monnaie américaine soit, plus généralement, en dollars canadiens acquis sur le marché des changes pour le compte du client. Dans ce dernier cas, la banque conclut généralement pour le client une opération swap qui sera dénouée à l'échéance du prêt; l'emprunteur est de ce fait protégé contre les fluctuations de change. En général, les comptes en

*Fred H. Klopstock «Euro-dollars in the Liquidity and Reserve Management of United States Banks», revue mensuelle de la *Federal Reserve Bank of New York* (Banque de réserve fédérale de New-York), juillet 1968, page 133.

Chart II Comparative short-term interest rates
Graphique II Comparaison de taux d'intérêt à court terme

Monthly **Données mensuelles**



data for 1965. The existence of such a gap does not necessarily mean that there will be a flow of funds in response, since the gap may reflect credit risks or other factors.

As mentioned at the beginning of this article, a large portion of Euro-bank assets are in the form of inter-bank deposits with other Euro-banks. This pyramiding of deposits does not, of course, increase the volume of credit available to final borrowers in the Euro-banking system but is merely the process by which funds are channelled from the original depositor to a final borrower. As the activity of Euro-banks has increased, it has given rise to the intermediation of so-called 'Euro-brokers' who match the requirements of Euro-dollar lenders with those of Euro-dollar borrowers. Many Euro-banks have found it convenient to operate largely through such brokers, and will frequently negotiate the loan first and then use the services of a broker to find the necessary funds to back up the loan.

In contrast to domestic banking systems, the return flow of funds in

dollars américains détenus à l'extérieur des États-Unis comportent assez rarement le privilège de tirage par chèque. Toutefois, les comptes en dollars É.-U. assortis de ce privilège sont un peu plus nombreux au Canada, en partie à cause des relations commerciales étroites existant entre notre pays et les États-Unis; les banques canadiennes ont établi des mécanismes de compensation non officiels d'effets en dollars américains dans les principales villes du Canada.

Le fonctionnement du marché

Les comptes en monnaies étrangères dans les euro-banques prennent généralement la forme de dépôts à terme. Fin mars 1973, les dépôts en euro-monnaies à Londres se répartissaient comme suit : environ 21% étaient à vue ou à moins de huit jours, 44% à moins de trois mois et 29% à échéance de trois mois à un an.

Bien que d'autres éléments puissent expliquer pourquoi de gros montants de dollars sont détenus hors des États-Unis, la raison principale demeure que

subject to reserve requirements on deposits while the New York banks are required to maintain an 8 per cent reserve on foreign borrowing. Moreover, Regulation Q, which prohibits the payment of interest on deposits of less than 30 days,* is a further disadvantage for banks in the United States. For these and other reasons, it appears unlikely that the removal of controls will have a major impact on the size and growth of the Euro-dollar market. Similarly the recent relaxation of controls on capital inflows by Germany and other countries is more likely to slow the growth of the non-dollar segment of the market than to eliminate it.

These developments also need to be viewed in the light of the impact on the balance of payments positions of oil-exporting and oil-importing countries of the sharply higher prices for oil. While it is too early to tell where the oil-producing countries will invest the substantial surplus funds they will be accumulating, it is reasonable to expect that a significant portion will be placed in the Euro-currency market. There is already evidence that certain of the major oil-importing countries are turning to the Euro-currency market for funds to meet their oil-import bills. Indeed, the present circumstances appear to have added a new dimension to the growth of the market; thus it seems clear that it will continue to play a major role in international finance.

*Regulation Q ceilings on large certificates of deposits with maturities of less than 90 days were suspended in June 1970; ceilings on large CD's maturing in 90 days or more were suspended in May 1973.

national de banques à des taux d'intérêt généralement liés aux taux des dépôts à court terme en euro-devises. Cette modification de la politique des euro-banques explique en partie que la proportion des prêts consentis à l'Amérique latine, à l'Afrique et à l'Asie (non compris le Japon) soit passée entre 1969 et 1972 de 8 à 16% de l'ensemble des prêts accordés. Durant cette même période, les banques américaines ont diminué leur recours aux euro-dollars. L'an dernier, le climat d'incertitude qui régnait sur les marchés monétaires internationaux et l'accélération de l'inflation partout dans le monde ont rendu plus difficiles les appels de capitaux par émission d'euro-obligations; aussi les émetteurs traditionnels d'euro-obligations (grandes sociétés, entreprises du secteur public et agences gouvernementales) se sont-ils adressés au marché des euro-devises pour obtenir du financement à moyen ou à long terme.

Comme on peut le constater au Tableau III, une part non négligeable de la croissance enregistrée ces dernières années par le marché des euro-monnaies est survenue dans des pays autres que les pays déclarants (c'est-à-dire les huit pays ou entités économiques européens qui fournissent des données) et les Étsts-Unis. Ainsi, en termes nets, c'est le Moyen-Orient qui a apporté le plus d'argent frais aux euro-banques. Si les prêts aux pays en voie de développement d'Amérique latine, d'Afrique et d'Asie se sont considérablement accrus, le flux des dépôts que ces derniers acheminent vers le marché des euro-monnaies a également progressé. Le placement de fonds sur le marché de l'euro-dollar par les pays en voie de développement est attribuable à des motifs divers. Certains d'entre eux ont vu augmenter leurs réserves au cours des quelque deux dernières années, en grande partie par suite de l'explosion des prix des matières premières. Parallèlement, ces pays ont apparemment décidé de diversifier leurs réserves, traditionnellement détenues sous forme de bons du Trésor américains ou britanniques, en effectuant des placements sur le marché de l'euro-monnaie. Non seulement ces pays y obtiennent un taux de rémunération plus élevé pour leurs placements, mais encore ils améliorent par ces opérations leur réputation de solvabilité.

Si la plupart des observateurs estiment que l'avenir du marché des euro-devises est assuré, celui-ci n'est pourtant probablement pas à l'abri de l'effet de divers développements récents. Par exemple, si la balance américaine des paiements continuait de se redresser, les flux de fonds passant aux mains des non-résidents perdraient de leur ampleur, ce qui pourrait entraîner une diminution des placements sur le marché de l'euro-dollar. De plus, comme nous l'avons déjà mentionné, l'annonce faite le 29 janvier par les autorités américaines de la réduction à zéro de l'impôt de péréquation et de la fin des

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
14 April 1974

The Bank of Canada announced tonight that the Bank Rate has been increased by 1 per cent to 8¼ per cent effective April 15, 1974. The Bank Rate was set at 7¼ per cent on September 13, 1973.

The Governor of the Bank of Canada, Mr. Gerald K. Bouey, said that this action had been taken in the light of the continuing intense demand for credit, sharply rising prices and costs, and the recent substantial upward adjustment of market interest rates in Canada, the United States and the Euro-dollar market. He emphasized that in these circumstances the increase in the Bank Rate was unavoidable if reasonable control was to be exercised over the rate of monetary expansion in Canada. As he had on previous occasions, the Governor stressed that it remained the policy of the Bank to provide sufficient monetary growth to accommodate a continuing expansion of employment and output.

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 14 avril 1974

La Banque du Canada a annoncé ce soir un relèvement de 1% du taux d'escompte, qui passe à 8¼% à compter du 15 avril 1974. Ce taux avait été fixé à 7¼% le 13 septembre 1973.

Le Gouverneur de la Banque, M. Gerald K. Bouey, a déclaré que cette mesure avait été prise à la lumière de la persistance d'une forte demande de crédit, de la montée rapide des prix et des coûts, ainsi que de la hausse considérable des taux d'intérêt au Canada, aux États-Unis et sur le marché de l'euro-dollar. Le Gouverneur a souligné que, dans ces circonstances, le relèvement du taux d'escompte était devenu inévitable si l'on voulait exercer un contrôle raisonnable sur le rythme d'expansion monétaire au Canada. Le Gouverneur a tenu à préciser une fois de plus que la politique de la Banque visait toujours à assurer une expansion monétaire suffisante pour soutenir une croissance continue de l'emploi et de la production.

The residential mortgage market in Canada

Robert F. S. Jarrett

During the past six years there has been a very substantial increase in residential construction in this country. Housing starts, which had suffered a severe check in the mid-1960s, have since climbed steadily, with a temporary interruption from early 1969 to mid-1970, to a record high of 269 thousand units in 1973. This increase in the number of starts to a level some 70 per cent above that in the mid-1960s has reflected the strong underlying demand for housing. The associated demand for mortgage funds has led to a more rapid increase over the past three years in the flow of funds to mortgage borrowers than to any of the other major groups of non-financial borrowers. A key factor in this enlarged flow of funds has been the increased participation by institutional investors in the mortgage market, partly as a result of a number of important legislative and institutional changes since the mid-1960s.

The availability of mortgage funds is, of course, only one aspect of the whole question of meeting the housing needs of Canadians. Although starts have established new records in each of the past three years, vacancy rates have remained low. At the same time, the price of houses has escalated sharply, particularly in the more rapidly growing urban centres. Indeed, the whole range of problems associated with urban development – from sharply rising land and building costs to the provision of adequate housing for those on low incomes – continues to exercise all levels of government. Nevertheless, housing starts during the past few years and into the early months of this year have been running above official projections of the pace required, on average, to meet housing needs through the first half of the 1970s. As will be discussed in this article, the availability of mortgage funds has been an important element in the high level of housebuilding activity; it has probably also contributed to the strength of housing demand. Mortgage borrowers have been

Mr. Jarrett is a Research Officer in the Department of Banking and Financial Analysis.

Le marché canadien des prêts hypothécaires à l'habitation

Robert F. S. Jarrett

Au cours des six dernières années, la construction de logements a enregistré une très vive expansion dans notre pays. Les mises en chantier, qui vers le milieu des années soixante avaient accusé une baisse considérable, ont depuis marqué une progression régulière – abstraction faite d'une courte pause du début de 1969 au milieu de 1970 – et atteint un chiffre record de 260,000 en 1973. Cette progression d'environ 70% par rapport au chiffre du milieu des années soixante témoigne de la forte demande fondamentale de logements. La demande corrélative de crédit hypothécaire a eu pour effet qu'au cours des trois dernières années le flux de ce genre de crédit s'est accru plus rapidement que le flux des concours accordés à toutes les autres principales catégories d'emprunteurs non financiers. Un des facteurs clés de cet accroissement est la participation accrue des investisseurs institutionnels au marché hypothécaire, imputable en partie à un certain nombre de modifications d'ordre institutionnel et législatif survenues depuis le milieu des années soixante.

La disponibilité du crédit hypothécaire ne constitue évidemment qu'un seul aspect du problème de la satisfaction des besoins en logements des Canadiens. Bien que les mises en chantier aient atteint un chiffre record au cours de chacune des trois dernières années, le pourcentage des logements inoccupés est resté faible. Parrallèlement, le prix des maisons a accusé une vive hausse, particulièrement dans les centres urbains en forte expansion. En fait, l'ensemble des problèmes liés au développement urbain – allant de la hausse rapide du coût des terrains et des frais de construction jusqu'à la fourniture de logements convenables aux personnes à revenus modestes – continue de préoccuper les pouvoirs publics à tous les niveaux. Néanmoins, depuis quelques années, le nombre de logements mis en chantier est supérieur au chiffre moyen nécessaire, selon les projections officielles, pour remplir les besoins en logements de la population jusqu'à la fin de la première moitié des années soixante-dix. Une des causes principales du haut niveau

M. Jarrett est chargé de recherches au Département des études bancaires et financières.

able to obtain a rising volume of funds from private financial institutions, albeit at a higher nominal cost than in earlier years. In 1973, given the strength of other credit demands, it might have been expected on the basis of past experience that the supply of mortgage funds would have diminished. In the event, the principal mortgage lending institutions were able to attract sufficient funds to permit a further substantial increase in the flow of mortgage money.

These trends have persisted in the early months of this year with housing starts in the first quarter substantially higher than a year earlier. Very recently, the cost of mortgage borrowing has increased quite sharply as interest rates generally, including deposit rates paid by mortgage lenders, have moved higher. In addition, some mortgage lenders have been moving towards rather less favourable non-rate mortgage terms, in particular a lowering of the proportion of the value of a house that may be financed through a first mortgage. As yet it is too early to assess the effect of these developments on demand in the housing market.

The demand for housing

The most important factor in the strong rise in demand for housing and for mortgage financing over the past decade has been the growing number of young people in the population, a consequence of the postwar baby boom. Net family formation has increased markedly while non-family household formation has been augmented significantly by the growing number of young single people setting up separate establishments. The longer-run trend to greater urbanization has meant that much of this demand has been concentrated in the larger cities.

These demographic developments have also been reflected in the composition of housing demand. As can be seen in Chart I, the trend towards apartments that became evident in the late 1950s continued through most of the 1960s.* By 1969 apartments accounted for 53 per cent of total housing starts compared with 26 per cent a decade earlier, and for an even higher proportion in the larger metropolitan centres where costs are most affected by the availability of land. This shift also reflected the trend to smaller families as well as the growing demand for apartments among older people whose families had grown up and among young single people.

Since 1969, however, the proportion of single-detached houses has risen

*This trend was interrupted in 1966 when there was a sharp decline in apartment starts as the supply of mortgage funds tightened; at the same time single-detached starts were boosted by special CMHC lending programmes.

d'activité observé dans la construction de logements – il en sera fait état plus loin dans cet article – a été que l'argent destiné à des placements hypothécaires était disponible, ce qui a probablement aussi contribué au dynamisme de la demande de logements. Les emprunteurs hypothécaires ont pu obtenir un volume croissant de fonds des institutions financières du secteur privé, encore qu'à un coût nominal plus élevé que précédemment. En 1973, étant donné la vigueur de la demande de crédit d'autres catégories, on aurait pu s'attendre si l'on s'en tenait à l'expérience acquise à une diminution de l'offre de prêts hypothécaires. En réalité, les principales institutions opérant sur le marché hypothécaire ont été en mesure de se procurer les fonds nécessaires pour assurer un nouvel accroissement important du flux des prêts hypothécaires.

Ces tendances ont persisté au cours des premiers mois de 1974, les mises en chantier étant bien plus nombreuses au premier trimestre de cette année qu'à celui de l'année précédente. Tout récemment, le coût du crédit hypothécaire a accusé une augmentation assez vive, suivant la hausse générale du loyer de l'argent et notamment des taux créditeurs offerts par les prêteurs hypothécaires. Outre cette augmentation, certains prêteurs tendent depuis quelque temps à imposer des conditions moins avantageuses, notamment une réduction de la proportion de la valeur de l'habitation qu'ils acceptent de financer sous garantie d'une hypothèque de premier rang. Il est encore trop tôt pour évaluer l'effet qu'auront ces développements sur la demande au sein du marché du logement.

La demande de logements

Le facteur primordial de la forte progression de la demande de logements et de prêts hypothécaires au cours de la dernière décennie a été l'augmentation croissante du nombre de jeunes au Canada, conséquence de l'explosion de la natalité au lendemain de la guerre. Le taux net de formation des ménages familiaux a considérablement augmenté, comme le faisait celui des ménages non familiaux en raison du nombre croissant de jeunes célibataires qui quittent le domicile familial. Vu la tendance à long terme vers une urbanisation plus poussée, une bonne partie de cette demande s'est concentrée dans les grandes villes.

Cette évolution démographique a également influé sur la composition de la demande de logements. Comme on peut le voir au Graphique I, la préférence pour les appartements, devenue visible vers la fin des années cinquante, s'est maintenue durant la plus grande partie des années soixante*. En 1969, les

*Cette tendance s'est interrompue en 1966, année où le nombre de mises en chantier d'appartements a nettement retrogradé à la suite d'une raréfaction du crédit hypothécaire, tandis que les mises en chantier de maisons unifamiliales étaient stimulées par la mise en œuvre de programmes spéciaux de crédit de la S.C.H.L.

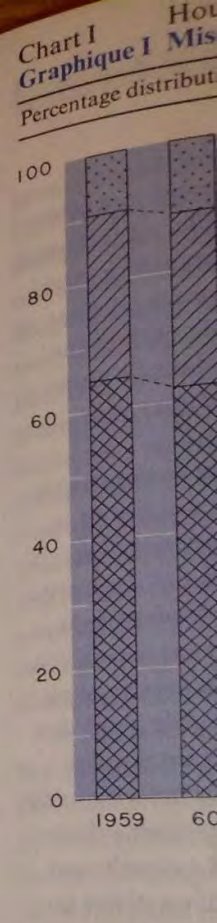
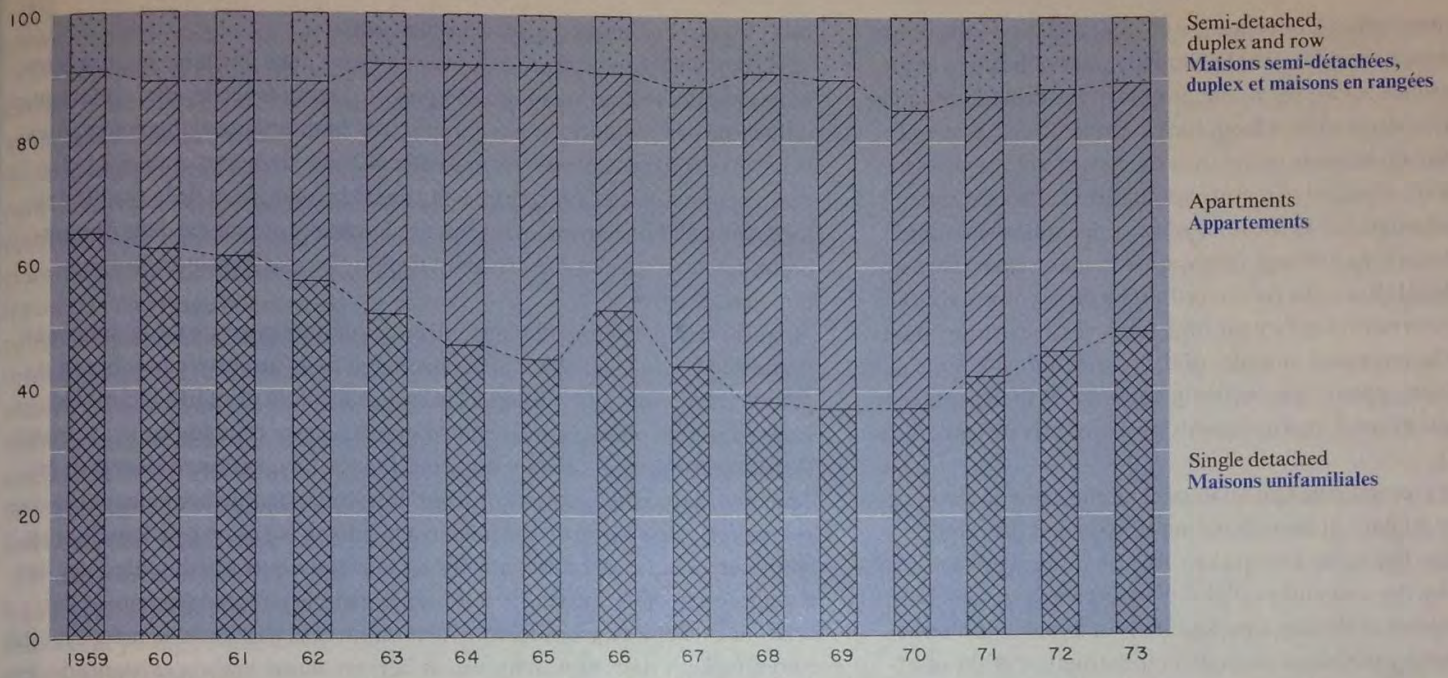


Chart I Housing starts by type of dwelling
Graphique I Mises en chantier par type de logement

Percentage distribution **Ventilation en %**



appreciably and there has been some over-all increase in the relative importance of semi-detached, duplex and row houses. To some extent this reflects rising incomes and changing preferences, but an additional factor may be that the needs of many of the young couples who have married in recent years are changing as they have their first or second child. This trend has added to the demand for mortgage funds since the unit cost of single-detached houses is typically higher than for apartments.

While the underlying demand for housing is largely determined by demographic factors, effective demand is strongly influenced by changing economic and financial conditions. Thus the continued rise in incomes in recent years has led to a demand for more and better housing. At the same time, family incomes have in many cases been augmented by the growing number of married women in the labour force.

The more inflationary climate of recent years and the sharp rise in housing prices, particularly in a number of the major urban centres,

mises en chantier d'appartements représentaient 53% du chiffre total, contre 26% dix ans plus tôt; la proportion était même supérieure dans les grandes agglomérations urbaines où les prix sont surtout influencés par la rareté des terrains disponibles. La faveur grandissante dont bénéficiaient les appartements s'explique également par la tendance à l'amenuisement des familles, ainsi que par la demande croissante d'appartements de la part de personnes d'âge mûr dont les enfants sont devenus adultes et de la part des jeunes célibataires.

Depuis 1969, cependant, la proportion des mises en chantier de maisons unifamiliales s'est fortement accrue, et l'importance relative des maisons jumelées, des duplex et des maisons en rangée a dans l'ensemble quelque peu augmenté. L'augmentation des revenus et les changements de goût y sont pour quelque chose, mais probablement aussi l'évolution des besoins, consécutive à la naissance d'un ou de deux enfants, d'un grand nombre de jeunes couples mariés depuis quelques années. Cette tendance a renforcé la demande de prêts hypothécaires, les maisons unifamiliales étant en règle géné-

together with the exemption from taxation of capital gains on the sale of a principal residence, have added to the attractiveness of housing as an investment. It is probable that the recent growth in the demand for condominium units also stems in part from such considerations. Some of the upward pressure on housing prices over the past couple of years has undoubtedly reflected demand of a more speculative nature. At the same time the substantial rise in the price of existing houses has added greatly to the demand for mortgage funds, since in many cases when an existing house is sold it has to be refinanced with a larger mortgage. The effect of this has been reinforced by the high turnover in existing houses, in part reflecting the increased mobility of the population. Since the mid-1960s, mortgage loan approvals on existing houses have increased from less than 30 per cent of total loan approvals by major private lenders to 38 per cent in 1973.

While all of these factors have had an impact on the demand for mortgage funds, the actual pace of housebuilding activity and the total amount of mortgage financing undertaken are also influenced to an important degree by the cost and availability of financing. As will be discussed in the following section, developments in this area have been importantly affected by the broad changes in the structure of the mortgage market since the mid-1960s.

The legislative and institutional framework

The basic framework for the Canadian mortgage market as it exists to-day was established around the end of the second world war. The various Government actions taken at that time were designed primarily to encourage an increased flow of private funds into the mortgage market. They included the passage in 1944 of the National Housing Act (NHA) and the establishment in 1945 of the Central Mortgage and Housing Corporation (CMHC). The 1944 Act authorized joint mortgage loans by CMHC and the private sector; in 1954 this programme was replaced by governmental mortgage insurance on loans by approved lenders. Much of the financing of new houses through the postwar period has been done under the provisions of the NHA legislation.

In the ten years or so after the war, housing activity was dominated by the need to meet a large backlog of demand as well as the requirements of a growing population. By the late 1950s and early 1960s demand for housing had moderated, largely in response to a slowing in the growth of the economy and in net household formation. This period of slower

rale plus dispendieuses que les appartements.

Si la demande fondamentale de logements est dans une large mesure déterminée par des facteurs démographiques, la demande réelle, elle, est fortement influencée par l'évolution de la conjoncture économique et financière. Aussi la progression continue des revenus au cours des dernières années a-t-elle poussé la population à exiger une hausse de la quantité et de la qualité des logements. Parallèlement, le revenu des familles a augmenté dans de nombreux cas grâce au nombre croissant de femmes mariées s'intégrant à la population active.

L'aggravation du climat inflationniste ces dernières années et la montée en flèche du prix du logement, particulièrement dans un certain nombre de grands centres urbains, ainsi que l'exemption fiscale dont bénéficient les gains en capital réalisés sur la vente d'une résidence principale ont augmenté l'attrait des logements en tant que placements. La croissance récente de la demande d'appartements en co-propriété tient probablement aussi à ces considérations. Une partie de la pression à la hausse sur le prix du logement au cours des quelques dernières années est sans nul doute attribuable à une demande de caractère spéculatif. Simultanément, le vif renchérissement des maisons existantes a considérablement renforcé la demande de prêts hypothécaires, puisque dans de nombreux cas la vente d'une maison existante donne lieu à la souscription d'une hypothèque de montant plus élevé que celle qui grevait le bien. L'effet de ce phénomène a été amplifié par la vive activité du marché des maisons existantes, imputable en partie à la mobilité accrue de la population. Depuis le milieu des années soixante jusqu'en 1973, les approbations de prêts hypothécaires garantis par des maisons existantes sont passées de moins de 30% à 38% de l'ensemble des prêts approuvés par les principaux bailleurs de fonds du secteur privé.

Si tous ces facteurs ont eu une incidence sur la demande de prêts hypothécaires, le rythme de la construction domiciliaire et le volume total du financement hypothécaire octroyé n'en sont pas moins influencés dans une large mesure par le coût et par la disponibilité du crédit. Comme on le verra à la section suivante, l'évolution de ces deux derniers éléments s'est fortement ressentie des profondes modifications survenues depuis le milieu des années soixante dans la structure du marché du crédit hypothécaire.

Le cadre légal et institutionnel

La structure de base du marché hypothécaire canadien, telle qu'elle existe aujourd'hui, a été mise en place vers la fin de la seconde guerre mondiale. Les différentes mesures gouvernementales prises à cette époque visaient princi-

growth was followed by an upswing in housing construction starting in 1963 as the pace of economic activity quickened and an upturn in the number of immigrants added to the demand for housing. The upward momentum in housebuilding was, however, cut short in 1965 and starts declined sharply from late in that year through to early 1967. In large part, this drop reflected the strength of competing demands for funds, particularly for business capital investment, but the situation was also exacerbated by rigidities in the mortgage market. For example, the ceiling on NHA mortgage interest rates held them at relatively low levels compared with yields available on marketable securities, and investors accordingly diverted funds to other uses. In addition the chartered banks, which had been given the power to make NHA loans in the 1954 Bank Act revision and had entered the market on a substantial scale during the second half of the 1950s, severely curtailed their lending after 1959 when NHA mortgage rates exceeded the 6 per cent ceiling on bank lending rates. Since then they had largely remained out of the market.

The sharp drop in housing starts came at a time when Canada was entering a period of strong underlying growth in housing demand: increasing numbers of young people would be reaching an age when they would be seeking accommodation. It was clear that if adequate funds to finance housing needs over the period ahead were to be forthcoming, these rigidities would need to be reduced and new sources of funds would have to be tapped. Since the mid-1960s there have, in fact, been a number of significant changes in the structure of the mortgage market, a process that is continuing. These developments have played an important role in the maintenance of a generally strong pace of housing starts over the past seven years.

Among the changes that have had considerable impact on the market were the revisions to the Bank Act in 1967. The removal of the ceiling on chartered bank lending rates meant that the banks could make NHA mortgage loans at prevailing rates and that they were in a position to expand these loans substantially. In addition a revision to the Act permitted the banks to originate and trade in conventional mortgages.*

Another significant move was the gradual removal by June 1969 of the ceiling on NHA mortgage rates. As a result these rates have become more flexible and this has, in turn, been reflected in conventional mortgage

*The volume of conventional residential mortgages held by each bank was restricted to 3 per cent of Canadian deposit liabilities and outstanding debentures until 31 October 1967. Thereafter the limit increased 1 per cent each year to a maximum of 10 per cent (effective 31 October 1974). At the end of 1973 the banks' holdings of conventional mortgages were 3 per cent of the liability base.

palement à encourager le secteur privé à diriger un flux plus abondant de fonds vers le marché du crédit hypothécaire. Au nombre de ces mesures, citons la promulgation en 1944 de la Loi nationale sur l'habitation (L.N.H.) et la création en 1945 de la Société Centrale d'Hypothèques et de Logement (S.C.H.L.). La loi de 1944 autorisait la S.C.H.L. et le secteur privé à octroyer conjointement des prêts hypothécaires; en 1954, cette disposition fut remplacée par l'institution d'une assurance hypothécaire gouvernementale couvrant les prêts consentis par des prêteurs agréés. Depuis la fin de la guerre, la construction de logements a été pour une bonne part financée à la faveur des dispositions de la Loi nationale sur l'habitation.

Pendant la première dizaine d'années qui a suivi la guerre, l'activité dans la construction résidentielle a été principalement aiguillonnée par la nécessité de satisfaire une considérable demande de rattrapage et de répondre aux besoins d'une population en expansion. À la fin des années cinquante et au début des années soixante, la demande de logements s'est atténuée, dans une large mesure en raison d'un ralentissement de la croissance économique et d'une diminution du taux net de formation des ménages. Cette accalmie a été suivie à partir de 1963 d'un renouveau de la construction de logements attribuable à une accélération du rythme de l'activité économique et à un essor de l'immigration. Cette flambée de la construction résidentielle s'est interrompue en 1965, et le chiffre des mises en chantier a amorcé vers la fin de cette année un net fléchissement qui s'est poursuivi jusqu'au début de 1967. La contraction résultait dans une large mesure de la vigueur d'autres composantes de la demande de crédit, particulièrement les investissements en biens d'équipement, mais le manque de souplesse du marché hypothécaire a contribué à aggraver la situation. Ainsi, en raison du plafond institué par la L.N.H., la rémunération des prêts hypothécaires est restée assez faible comparativement au rendement procuré par les titres négociables, ce qui a eu pour conséquence de détourner les investisseurs vers d'autres formes de placement. De plus, les banques à charte, qui avaient été habilitées à octroyer des prêts L.N.H. lors de la révision de la Loi sur les banques en 1954 et qui au cours de la seconde moitié des années cinquante avaient occupé une part importante du marché, ont considérablement réduit le volume de leurs opérations de prêt après 1959, une fois que les taux applicables aux prêts L.N.H. eurent excédé le taux d'intérêt maximal (6%) des concours bancaires. Par la suite, leur participation au marché était devenue marginale.

Le fléchissement des mises en chantier est survenu à une époque où s'amorçait au Canada une période de forte demande fondamentale de logements, un nombre croissant de jeunes approchant de l'âge où ils quitteraient le domicile

rates. Since April 1969, lenders have also been permitted to make NHA mortgage loans with a minimum term of 5 years but amortized over twenty-five years or more. This option considerably increased the attractiveness of NHA mortgages to deposit-taking financial institutions, especially trust and mortgage loan companies who typically try to match fairly closely the term structure of their assets and liabilities.

Changes have also been made from time to time in NHA regulations on the maximum size of a loan as the price of houses increased. For example, in 1965 the maximum loan on a new single-detached house was 95 per cent of the first $13,000 of the lending value and 70 per cent of the remainder to a limit of $18,000; currently the maximum loan is 95 per cent of the lending value to a limit of $30,000. Provision was made for NHA insured mortgages on existing houses in the mid-1960s and the maximum loan value on such houses has also been increased and is currently $30,000. In addition, the maximum ratio of gross debt servicing costs to income has been raised and the total earnings of both spouses can now be considered in its calculation.

These changes have meant that NHA mortgages have continued to play a major role in the market. In the past year or so, however, housing prices in some of the larger urban areas have risen substantially above the maximum NHA loan value and mortgagors have relied more on conventional mortgage financing. This development has been facilitated by the higher loan-to-value ratios obtainable on conventional mortgages. Conventional first mortgages of up to 95 per cent of the value of a house have been available in recent years; this compares with a ratio ranging from two-thirds to three-quarters in the mid-1960s. In large part the upward shift in these ratios has been related to the entry of private mortgage insurers into the market. This development has meant that such loans are more attractive to both borrowers and lenders. The increased similarity in the terms of NHA and conventional mortgages has led to a narrowing in the interest rate spread between the two types of mortgages with some major lenders at times quoting identical rates.

Since the mid-1960s, the flow of funds into the mortgage market has been enlarged by the entry of a number of specialized mortgage lending institutions, partly in response to the strength of demand for mortgage funds as well as the various changes that have made the mortgage market more attractive to lenders. Most of the chartered banks now have associated mortgage loan companies whose activities have been expanding rapidly. In the past couple of years, real estate investment trusts have

familial. Il était clair que si l'on voulait trouver un volume suffisant de fonds pour satisfaire les besoins en logements au cours de la période à venir, il serait nécessaire d'assouplir la réglementation et de trouver de nouvelles sources de fonds. De fait, la structure du marché hypothécaire est l'objet depuis le milieu des années soixante d'un certain nombre de modifications importantes, qui ont nettement contribué à maintenir au cours des sept dernières années le rythme généralement rapide des mises en chantier de logements.

Parmi les éléments qui ont fortement influé sur le marché, mentionnons la révision de la Loi sur les banques en 1967. L'abrogation du plafond sur le taux d'intérêt applicable aux prêts bancaires signifiait que les banques pouvaient désormais accorder des prêts L.N.H. aux taux en vigueur et sensiblement accroître leur participation à ce marché. De plus, une révision de la Loi autorisait les banques à accorder des prêts hypothécaires ordinaires et à vendre ou à acheter des titres de créance relatifs à ce genre d'opérations*.

Un autre développement important a été qu'en juin 1969, le plafond sur les taux hypothécaires L.N.H. avait été graduellement éliminé. Ces taux sont alors devenus plus souples, ce qui n'a pas manqué d'avoir une certaine influence sur les taux des prêts hypothécaires ordinaires. Depuis avril 1969 les prêteurs ont été autorisés à octroyer des prêts hypothécaires L.N.H. à échéance d'au moins cinq ans, mais dont l'amortissement est calculé sur vingt-cinq ans ou plus. Cette mesure a considérablement augmenté l'attrait des hypothèques L.N.H. pour les institutions de dépôt, particulièrement les sociétés de fiducie ou de prêt hypothécaire, qui essaient généralement de faire coïncider d'assez près les échéances de leurs avoirs avec celles de leurs engagements.

Les dispositions de la L.N.H. relatives au montant maximum des prêts ont été modifiées de temps à autre, à mesure qu'augmentait le prix des maisons. Ainsi en 1965, les prêts garantis par une maison unifamiliale neuve pouvaient atteindre 95% des premiers 13,000 dollars de sa valeur d'emprunt, plus 75% du solde, la valeur d'emprunt étant limitée à 18,000 dollars. Ce maximum est actuellement de 95% de la valeur d'emprunt qui ne peut dépasser 30,000 dollars. Vers le milieu des années soixante, il devint possible d'obtenir des prêts hypothécaires assurés L.N.H. sur des maisons existantes; le montant maximal de la valeur d'emprunt de ces maisons a également été augmenté par

*Jusqu'au 31 octobre 1967, le volume des prêts hypothécaires ordinaires à l'habitation détenus par une banque ne pouvait pas dépasser 3% de l'ensemble de son passif-dépôts en dollars canadiens et de l'encours de ses débentures. Par la suite, ce taux a augmenté de 1% chaque année et atteindra un maximum de 10% au 31 octobre 1974. Fin 1973, les prêts hypothécaires ordinaires des banques représentaient 3% des postes du passif retenus comme base de calcul.

been set up by various financial institutions, often as joint ventures. These trusts, which raise funds primarily through the sale of trust units and debentures, invest mainly in residential and non-residential mortgages. Federal legislation enacted in late 1973 provides for the creation of quite similar institutions, mortgage investment companies. This legislation also authorized the establishment of a Federal Mortgage Exchange Corporation whose main function will be to trade in residential mortgages and thereby foster the development of a broader secondary mortgage market. It is envisaged that this will tend to increase the liquidity of mortgages and encourage a greater flow of funds into the market.

Financing in the mortgage market since the mid-1960s

The volume of mortgage financing has increased very substantially since 1966, with mortgage borrowers obtaining funds on an unprecedented scale to purchase both new and existing houses. Total mortgage debt held by major private financial institutions and by governments and their agencies rose by $23 billion during this period, reaching $40 billion at the end of 1973.* This compares with an increase of about $9 billion over the previous seven years. At the same time, mortgages as a proportion of total Canadian dollar bond and mortgage debt outstanding rose from 28 per cent in 1966 to 36 per cent in 1973. These figures do not include the mortgage holdings of other corporate lenders whose holdings totalled $2.3 billion at the end of 1973 or those of unincorporated businesses, charitable institutions and individuals whose holdings were estimated by CMHC to have amounted to $6.8 billion in 1969.

In the past there have been at times quite wide fluctuations in the flow of funds into the mortgage market, largely in response to changing credit conditions. However the changes in the legislative and institutional framework in recent years, in particular the significant lessening of the earlier rigidities and the entry of new lenders, do appear to have helped sustain the flow of mortgage funds, particularly in 1973. It is of interest to look at this recent experience in the light of developments since the mid-1960s and in comparison with developments in the United States. Cyclical trends in the Canadian economy and in credit conditions in this country generally tend to quite closely parallel those in the United States and, in the past, there has also been a similar correspondence of trends in residential construction. In 1973, however, housing starts in Canada

*The holdings of institutions other than the chartered banks include both residential and non-residential mortgage loans.

étapes et est actuellement de 30,000 dollars. De plus, le plafond du rapport autorisé entre l'amortissement brut de la dette et le revenu de l'emprunteur a été relevé, et il est maintenant permis d'inclure le revenu des deux conjoints dans ce calcul.

Grâce à ces changements, les prêts L.N.H. ont continué d'occuper une place importante sur le marché. Cependant, depuis environ un an, les maisons situées dans certaines grandes agglomérations urbaines ont renchéri au point de dépasser sensiblement la valeur d'emprunt maximale L.N.H. et les emprunteurs ont recouru davantage aux prêts hypothécaires ordinaires. Cette évolution a été favorisée par le fait que le ratio hypothèque/valeur du logement est plus élevé pour les prêts hypothécaires ordinaires que pour les prêts garantis L.N.H. Ces dernières années, il a été possible d'obtenir des hypothèques ordinaires de premier rang jusqu'à concurrencee de 95% de la valeur des maisons, alors que vers le milieu des années soixante, le maximum variait entre les ⅔ et les ¾ de cette valeur. La hausse de ce coefficient tient en grande partie à l'arrivée sur le marché d'entreprises privées d'assurance de prêts hypothécaires, dont l'intervention a rendu ces prêts plus attrayants et pour les emprunteurs et pour les prêteurs. La ressemblance de plus en plus marquée entre les conditions régissant les prêts L.N.H. et les prêts hypothécaires ordinaires a entraîné une réduction de l'écart entre les taux de rémunération de ces deux catégories d'hypothèques, de sorte que certains importants prêteurs les accordent parfois au même taux.

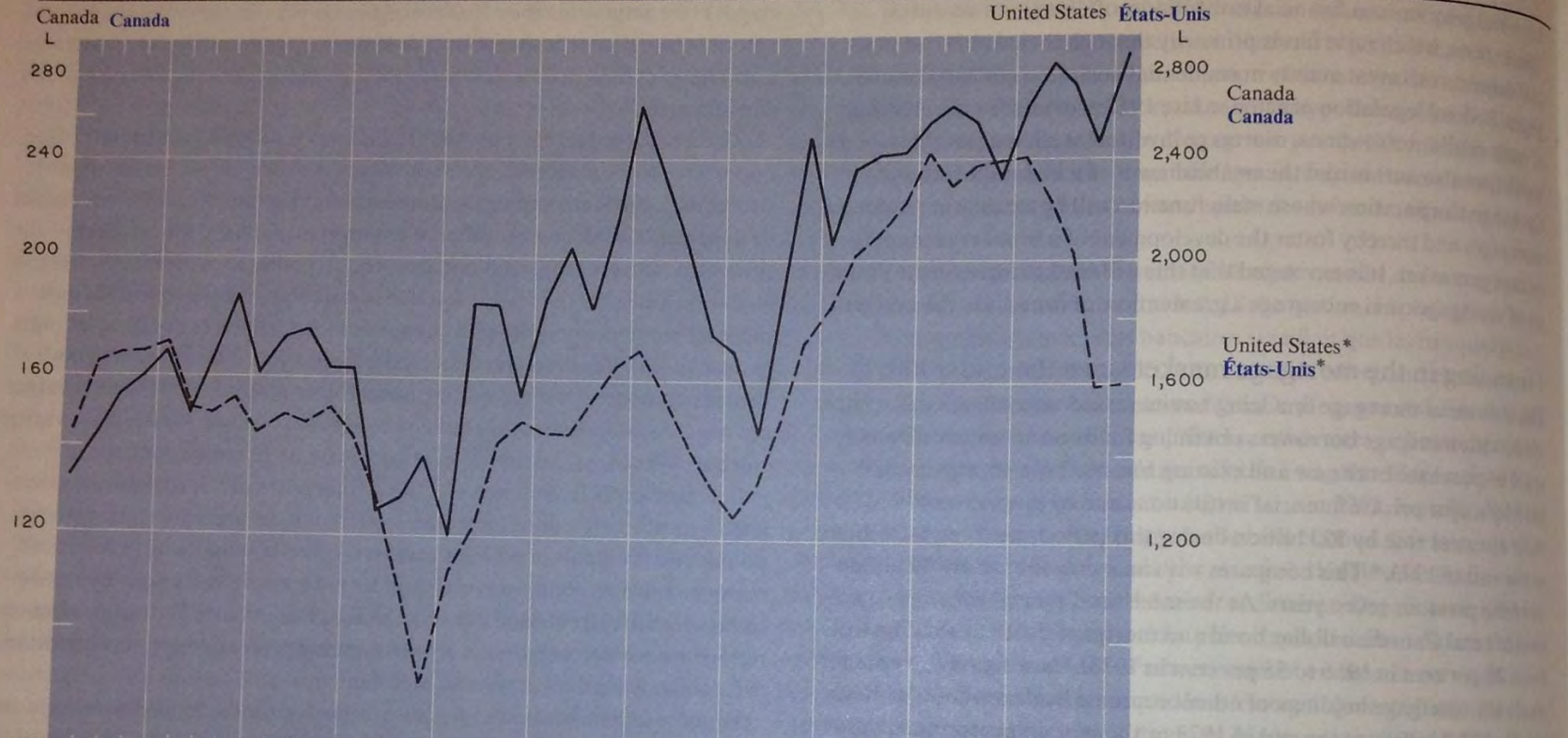
Depuis le milieu des années soixante, le flux de fonds canalisé vers le marché hypothécaire s'est amplifié grâce à la création d'un certain nombre d'établissements spécialisés dans le crédit hypothécaire, en réponse notamment à la forte demande de ce genre de financement et aux différentes modifications qui ont rehaussé l'attrait de ce marché pour les prêteurs. À l'heure actuelle, la plupart des banques à charte ont des liens avec des sociétés de prêt hypothécaire dont le chiffre d'affaires s'accroît rapidement. Ces dernières années, divers établissements financiers ont mis sur pied des fonds communs de placement immobilier, souvent sous la forme d'entreprises en participation. Ces fonds communs, qui se procurent des capitaux principalement par la vente de parts et de débentures, placent surtout leurs fonds dans des hypothèques sur des constructions résidentielles ou non résidentielles. Une loi fédérale adoptée vers la fin de 1973 autorise la création d'institutions assez semblables, les sociétés de placement hypothécaire. Cette loi prévoit également la création d'une Bourse Fédérale d'Hypothèques, qui aura principalement pour fonction d'effectuer des opérations sur des hypothèques grevant des propriétés résidentielles et de promouvoir ainsi le développement d'un

Chart II Housing starts – Canada and the United States

Graphique II Mises en chantier de logements au Canada et aux États-Unis

Seasonally adjusted at annual rates, quarterly **Données trimestrielles désaisonnalisées, taux annuels**

Thousands of units **Millions d'unités**



*Private housing starts, excludes a small number of publicly-owned housing.

Il s'agit de logements mis en chantier par le secteur privé, c'est-à-dire abstraction faite de la faible proportion due à l'initiative du secteur public.

continued to rise in contrast to a marked decline in the United States.

In looking back over the period since the mid-1960s, the earlier similarity of trends in the two countries is very evident (see Chart II). In both countries, a marked slump in housebuilding activity in 1965-66 was followed by a pickup in activity in 1967 as competing demands for funds eased. The upswing that began at that time continued into early 1969 when a tightening of credit conditions began to have an effect on housing markets in both countries and housing starts declined sharply after the first quarter of that year through to about mid-1970.

vaste commerce de créances hypothécaires. Cette législation a pour but d'augmenter la liquidité des prêts hypothécaires et d'attirer une plus grande masse de fonds sur ce marché.

L'évolution du marché hypothécaire depuis le milieu des années soixante

Le crédit hypothécaire a connu depuis 1966 une très vive expansion, caractérisée par la progression sans précédent des prêts destinés à l'achat de maisons neuves ou existantes. L'ensemble des créances hypothécaires détenues

In Canada mortgage interest rates, which had shown an upward trend since the mid-1960s, increased sharply through 1969 reaching new highs of well over 10 per cent in early 1970 with a dampening effect on demand. At the same time, mortgage funds became less readily available and there was a slowing in the growth of the mortgage holdings of a number of institutions, notably the chartered banks, though the trust and mortgage loan companies were able to attract a substantial volume of term deposits and their mortgage holdings continued to rise quite rapidly. In the United States, mortgage rates also rose, though they remained lower than in Canada; inflows of funds to mortgage lending institutions were adversely affected by the higher yields on competitive market instruments.

By mid-1970 credit conditions had eased considerably in both Canada and the United States – mortgage funds became more readily available and mortgage interest rates began to move down. A strong cyclical upswing in economic activity got underway in both countries over the next two and a half years and housing starts rose sharply. As the economies of both countries began to press against capacity limits in the early part of 1973 and inflationary pressures intensified, steps were taken by the authorities to moderate the pace of monetary and credit expansion.

In the United States, housing starts, which had been running at a very high level for more than a year, declined sharply after the first quarter of 1973 as demand slowed, in part reflecting higher mortgage interest rates and less favourable non-rate mortgage terms. Mortgage funds became less readily available after mid-year, though mortgage interest rates remained considerably below those in Canada through most of the year. The generally lower cost of mortgage funds in the United States appears to reflect such factors as the existence of a well-developed secondary mortgage market and usury laws in a number of states as well as the effect on the cost of funds to thrift institutions*, the major lenders in the mortgage market, of regulatory ceilings on smaller denomination time and savings deposits. In 1973 the spread between these deposit rates and market rates widened and there was a marked slowing in the flow of deposits to thrift institutions. As a consequence their mortgage lending activity was sharply curtailed after mid-year, despite record advances from the Federal Home Loan Bank System to member thrift institutions. For example, outstanding mortgage loan commitments of savings

*These institutions rely primarily on short-term deposits and there is, therefore, not a close match in the term structure of their assets and liabilities.

par les principales institutions financières du secteur privé ainsi que par les gouvernements et leurs organismes a atteint 40 milliards de dollars fin 1973*, après avoir marqué en 7 ans une avance de 23 milliards, qui se compare à celle de 9 milliards enregistrée au cours de la précédente période de même durée. Le ratio hypothèques/encours global de la dette hypothécaire et obligataire en dollars canadiens est passé de 28% en 1966 à 36% en 1973. Ces chiffres ne tiennent pas compte des portefeuilles hypothécaires d'autres sociétés, dont les avoirs totalisaient 2.3 milliards de dollars à la fin de 1973, ni de ceux d'entreprises non constituées en corporations, d'institutions philanthropiques et de particuliers, dont les avoirs, d'après les estimations de la S.C.H.L., seraient de 6.8 milliards en 1969.

Dans le passé, les flux de prêts hypothécaires avaient subi à l'occasion des fluctuations assez importantes en raison surtout de l'évolution de la conjoncture du crédit. Toutefois, des modifications d'ordre légal et institutionnel apportées ces dernières années, en particulier l'atténuation notable des contraintes et l'arrivée sur le marché de nouveaux prêteurs, semblent effectivement avoir contribué à entretenir le flux de crédits hypothécaires, particulièrement en 1973. Il n'est pas sans intérêt d'étudier cette évolution récente à la lumière des développements survenus depuis le milieu de la décennie soixante et de la comparer avec celle qui a été observée aux États-Unis. Les tendances cycliques de l'économie et de la conjoncture du crédit dans notre pays correspondent généralement à celles qui se manifestent aux États-Unis et, dans le passé, la construction résidentielle a marqué une évolution analogue dans les deux pays. En 1973, cependant, les mises en chantier de logements ont continué d'augmenter au Canada, tandis qu'elles accusaient une baisse marquée aux États-Unis.

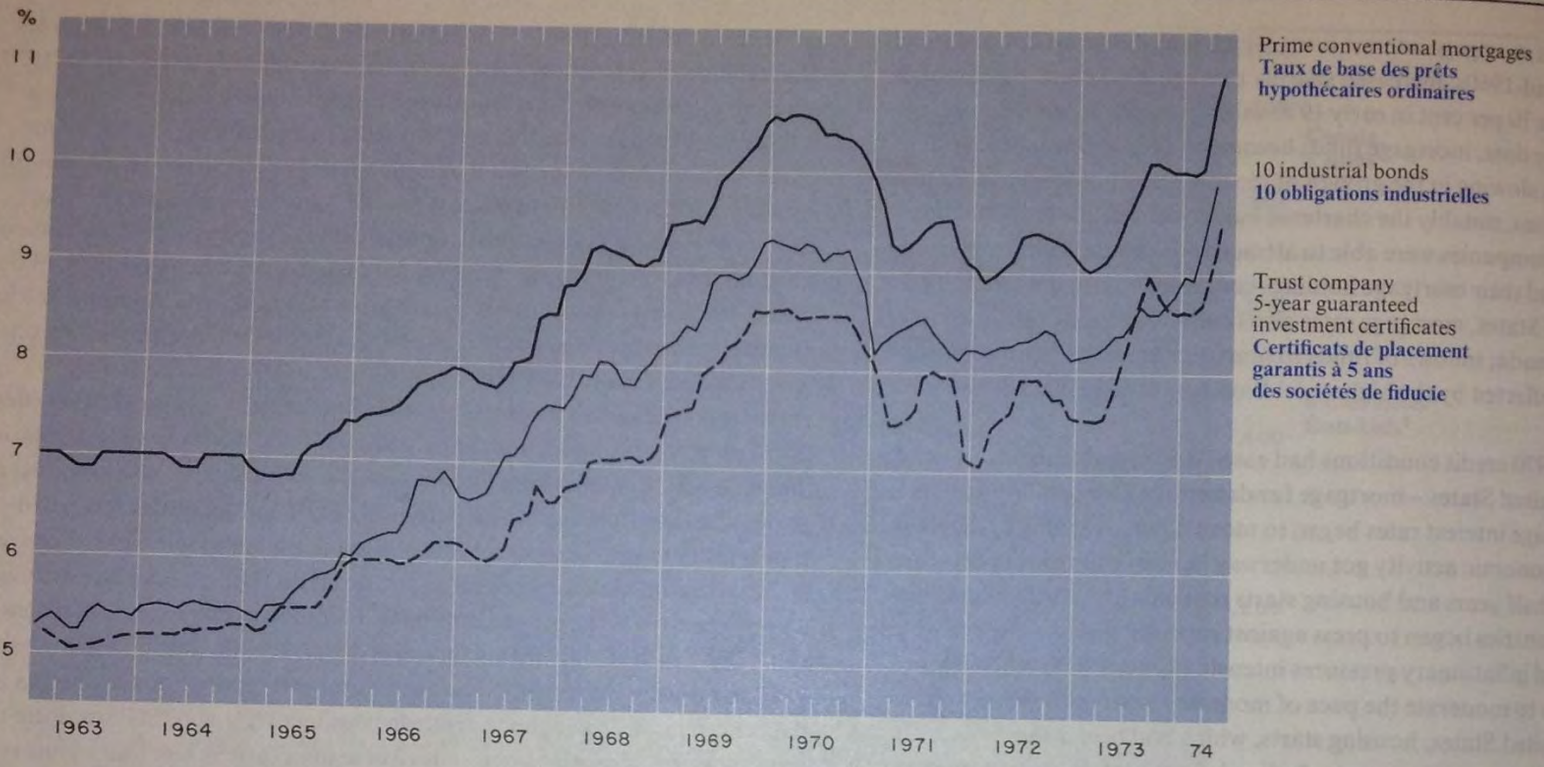
Un coup d'œil rétrospectif sur la période qui part du milieu des années soixante montre très clairement que, dans les deux pays, les mises en chantier avaient affiché avant 1973 une évolution semblable (voir Graphique II). Aux États-Unis tout comme au Canada, un déclin marqué de la construction de logements en 1965 et en 1966 a été suivi par une reprise de l'activité en 1967, à mesure que s'atténuaient les demandes de crédit destinées à d'autres fins. Ce regain d'activité se poursuivit jusqu'au début de 1969, époque à laquelle un resserrement de la conjoncture du crédit commença à influencer le marché du logement dans les deux pays, provoquant de la fin du premier trimestre de 1969 au milieu de 1970 un fléchissement des mises en chantier.

Au Canada, les taux d'intérêt des prêts hypothécaires, qui avaient mani-

*Les portefeuilles des institutions autres que les banques à charte comprennent des prêts hypothécaires garantis par des logements ainsi que par des constructions non résidentielles.

Chart III Selected Canadian interest rates
Graphique III Quelques taux d'intérêt au Canada

Monthly **Données mensuelles**



and loan associations, which had increased by $3.6 billion in the first five months of 1973, declined by $5.5 billion during the remainder of the year.

In contrast to the United States, the major private institutional lenders in Canada were successful in continuing to attract an increased flow of deposits, although at a higher cost than in 1972. Rates on guaranteed investment certificates issued by trust and mortgage loan companies, the primary source of funds for their mortgage investments, remained interest-rate competitive. Indeed, the key 5-year rate, which since the mid-1960s has typically been ½ to 1 percentage point below the average yield on industrial bonds, moved briefly above it in the late summer (see Chart III). The chartered banks also attracted very substantial amounts in personal fixed-term deposits. Undoubtedly part of the flow of personal savings into these institutions represented funds that in previous years would have gone into Canada Savings Bonds.

The increased cost of funds to lenders as a result of the higher rates

festé une tendance à la hausse depuis le milieu des années soixante, s'accrurent fortement au cours de l'année 1969 pour atteindre des niveaux records de plus de 10% au début de 1970, ce qui produisit un effet modérateur sur la demande. À la même époque, l'accès au crédit hypothécaire devint plus difficile et la croissance des portefeuilles hypothécaires d'un certain nombre d'institutions, en particulier les banques à charte, se ralentit, encore que les sociétés de fiducie et de prêt hypothécaire fussent en mesure d'attirer un volume appréciable de dépôts à terme et de continuer ainsi d'accroître assez rapidement leurs portefeuilles hypothécaires. Aux États-Unis, les taux des prêts hypothécaires augmentèrent également, tout en demeurant inférieurs aux taux pratiqués au Canada; les institutions opérant sur le marché hypothécaire virent leurs entrées de fonds affectées par l'augmentation des taux de rendement des autres instruments offerts sur le marché.

Vers le milieu de 1970, la conjoncture du crédit s'était considérablement améliorée au Canada et aux États-Unis; les prêts hypothécaires furent plus

paid on personal savings deposits was directly reflected in mortgage rates which moved up in 1973 from around 9 per cent early in the year to 10 – 10¼ per cent by the end of the third quarter, slightly below the peaks in early 1970. Nevertheless housing demand remained very strong, in part reflecting the fact that when account is taken of the recent rate of inflation, the real cost of mortgage borrowing has remained very low or even negative. Moreover, it is worth noting that while nominal mortgage rates since the mid-1960s have risen roughly in line with the general rise in interest rates, there has been an appreciable narrowing of the spread between mortgage rates and those paid on five-year term deposits over the past couple of years, in part reflecting increased competition among mortgage market participants. The differential between mortgage and other longer-term market rates has also tended to narrow since the mid-1960s.

Major lenders in the mortgage market

Total mortgage holdings of the major private institutional lenders* and governments and their agencies increased at an average annual rate of over 10 per cent from 1968 to 1971, then accelerated sharply to around 18 per cent in 1972-73 (see Table I). This debt represents mainly loans on residential properties, although data for private institutions other than the chartered banks also include mortgage loans on non-residential properties. In the case of some of the contractual savings institutions in particular, such loans account for a significant share of their total mortgage portfolios.

Governmental lending for housing and related facilities expanded more rapidly from 1968 to 1971 than private mortgage investment, but in the following two years the rate of growth moderated. At the end of 1973, outstanding loans by federal (mainly CMHC) and provincial governments and their agencies accounted for just under one quarter of total mortgage debt, roughly the same proportion as in the mid-1960s. Although there has been little change in the relative proportion of government lending since the mid-1960s, increasing emphasis has been placed on meeting the needs of low-income groups. In part reflecting the ready availability of funds from private lenders, direct CMHC insured loans (mainly to individuals), which had expanded substantially in the mid-1960s under a number of special programmes, have increased relatively moderately in recent years and in 1973 they declined. On the other hand,

*Excludes holdings of non-financial businesses, charitable institutions and individuals.

faciles à trouver et les taux d'intérêt commencèrent à baisser. Une forte reprise cyclique de l'activité économique se produisit dans les deux pays au cours des deux années et demie qui suivirent, et les mises en chantier s'accrurent fortement. L'appareil productif des deux pays commençant à toucher aux limites de la capacité de production au début de 1973 et les pressions inflationnistes s'intensifiant, les autorités entreprirent de modérer le rythme d'expansion de la monnaie et du crédit.

Aux États-Unis, les mises en chantier, qui s'étaient maintenues à un niveau très élevé pendant plus d'un an, connurent après le premier trimestre de 1973, vu le ralentissement de la demande, une forte baisse, imputable en partie au fait que les taux d'intérêt avaient augmenté et que les autres conditions étaient devenues moins favorables. Les crédits hypothécaires furent moins faciles à obtenir au second semestre, même si les taux d'intérêt restèrent de loin inférieurs aux taux appliqués au Canada durant la plus grande partie de l'année. Le coût généralement moindre du crédit hypothécaire aux États-Unis semble être le résultat, d'une part, de facteurs tels que l'existence d'un marché secondaire de créances hypothécaires bien structuré et de lois sur l'usure dans un certain nombre d'États, d'autre part, des conséquences qu'ont les plafonds réglementaires sur les dépôts d'épargne et les dépôts à terme de faible montant sur le coût des fonds pour les établissements d'épargne*, principaux prêteurs du marché hypothécaire. En 1973, l'écart entre les taux versés sur ces dépôts et les taux pratiqués sur le marché s'élargit et le flux de dépôts vers les établissements d'épargne diminua sensiblement. La conséquence en fut une réduction considérable de leurs prêts hypothécaires au second semestre, malgré le chiffre sans précédent des avances consenties par la *Federal Home Loan Bank System* aux institutions d'épargne membres. Par exemple, l'encours des engagements de prêt hypothécaire des institutions d'épargne et de prêt, qui avait progressé de 3.6 milliards de dollars au cours des cinq premiers mois de 1973, régressa de 5.5 milliards pendant le reste de l'année.

Contrairement à ce qui s'est passé aux États-Unis, dans notre pays les principaux établissements prêteurs du secteur privé ont de nouveau réussi à attirer un flux croissant de dépôts, bien qu'à un coût plus élevé qu'en 1972. Les certificats de placement garantis des sociétés de fiducie ou de prêt hypothécaire, principal instrument d'obtention des fonds nécessaires au financement des opérations hypothécaires, ont conservé des taux d'intérêt compétitifs. De fait, le taux le plus représentatif, soit le taux à cinq ans, qui depuis le milieu de la décennie soixante était presque toujours de ½ à 1% inférieur

*Ces institutions reçoivent surtout des dépôts à court terme et, par conséquent, l'échéance de leurs avoirs ne correspond pas tout à fait à celle de leurs engagements.

Table I
Tableau I

Mortgage holdings of major lenders*
Portefeuilles hypothécaires des principaux prêteurs*

	Billions of dollars at end of period / En milliards de dollars; en fin de période		Percentage increase over previous year-end / Pourcentage d'augmentation annuelle – données de fin d'année						
	1967 / 1967	1973 / 1973	1968 / 1968	1969 / 1969	1970 / 1970	1971 / 1971	1972 / 1972	1973 / 1973	
Chartered banks	0.9	4.6	24	25	10	58	47	34	Banques à charte
Trust and mortgage loan companies[1]	4.5	11.9	11	17	16	14	21	30	Sociétés de fiducie ou de prêt hypothécaire[1]
Credit unions and caisses populaires[2]	1.0	3.4	13	9	9	22	44	40	Caisses populaires et credit unions[2]
Life insurance companies	5.8	7.6E	6	5	2	2	5	9E	Compagnies d'assurance-vie
Pension funds	1.0	1.9E	7	9	13	13	10	16E	Caisses de retraite
Other private financial institutions[3]	0.3	1.1	5	35	18	33	22	61	Autres institutions financières du secteur privé[3]
Total private holdings	13.4	30.5E	9	12	9	14	20	25E	Ensemble des portefeuilles du secteur privé
Governments and their agencies	5.0	9.3	15	12	13	13	8	5	Administrations publiques et leurs organismes
Total holdings	18.4	39.8E	11	12	10	14	16	20E	Ensemble des portefeuilles

Source: Bank of Canada and CMHC.

*Principally mortgages secured by residential property.

(1)Includes mortgage loan companies associated with chartered banks.
(2)Includes local and central credit unions and caisses populaires.
(3)Includes the Quebec savings bank, mutual funds, fire and casualty insurance companies and real estate investment trusts.

Source: Banque du Canada et S.C.H.L.

*Principalement des créances hypothécaires sur propriétés résidentielles.

(1)Comprend les sociétés de prêt hypothécaire liées à des banques à charte.
(2)Comprend les caisses populaires et credit unions locales, ainsi que les centrales.
(3)Comprend la banque d'épargne du Québec, les fonds mutuels, les sociétés d'assurance-incendie et d'assurance-accidents, ainsi que les fonds communs de placement immobilier.

CMHC, which accounts for the major share of governmental lending, has substantially increased the amount of funds going into low rental and public housing projects; the total amount of such loans outstanding rose from $0.3 billion in 1967 to $2.2 billion at the end of 1973 (see Table II). In addition investments by CMHC in rental housing projects under federal-provincial agreements increased by $124 million during this period.

The scope of programmes relating to the special needs of lower income groups and urban development was broadened as a result of amendments to the National Housing Act enacted in June 1973. Among the more important steps taken was the introduction of the Assisted Home-Ownership Programme under which low-cost loans and grants are provided to help low-income families purchase new or existing houses. During the period from the introduction of this programme to the end of 1973 CMHC committed over $130 million in loans.

Among private lenders, the deposit-taking institutions as a group have become an increasingly important source of mortgage funds. Compared

au taux de rendement moyen des obligations industrielles, dépassa momentanément ce dernier vers la fin de l'été (voir Graphique III). Les banques à charte attirèrent également des montants très considérables de dépôts personnels à terme fixe. Il ne fait pas de doute qu'une partie de l'épargne personnelle acheminée vers ces institutions provient de fonds qui, les années précédentes, auraient servi à acheter des Obligations d'épargne du Canada.

Le renchérissement des fonds récoltés par les prêteurs, par suite de l'augmentation de l'intérêt versé sur les dépôts d'épargne personnelle, s'est répercuté directement sur les taux des prêts hypothécaires, qui passèrent d'environ 9% au début de 1973 à quelque 10 ou 10¼% à la fin du troisième trimestre, soit un peu en deçà des sommets atteints au début de 1970. Néanmoins, la demande de logements resta très forte, en partie du fait que, compte tenu du taux d'inflation observé ces derniers temps, le coût réel du crédit hypothécaire était très bas, parfois même négatif. Qui plus est, il est bon de noter que, si les taux nominaux des prêts hypothécaires se sont accrus depuis le milieu de la décennie soixante approximativement au même rythme que les taux d'intérêt en général, l'écart entre les taux des prêts hypothécaires et les taux de rende-

Table II
Tableau II

Loans and investments of Central Mortgage and Housing Corporation
Prêts et placements de la Société centrale d'hypothèques et de logement

Millions of dollars **En millions de dollars**

	Amount outstanding December 1973 / Encours à fin décembre 1973	Annual change in amount outstanding / Variation annuelle de l'encours						
		1968 / 1968	1969 / 1969	1970 / 1970	1971 / 1971	1972 / 1972	1973 / 1973	
Insured loans[1]	2,985	191	158	108	124	28	–111	Prêts assurés[1]
Uninsured loans								Prêts non assurés
Low rental housing	1,105	35	82	157	263	217	135	Logements à loyer modique
Public housing	1,086	89	94	181	200	208	210	Logements sociaux
Student housing	403	60	61	52	31	22	18	Logements pour étudiants
Municipal sewage treatment projects	366	18	29	35	40	36	68	Programmes municipaux d'épuration des eaux-vannes
Urban renewal	35	2	5	8	7	8	4	Rénovation urbaine
Land assembly	21		4	2	8	5	2	Aménagement de terrains
Other[2]	26	–16	–16	–17	–19	–14	–12	Autres[2]
Total loans (including accrued interest)	6,121	385	428	539	677	526	316	Ensemble des prêts (y compris l'intérêt couru)
Major investments under federal-provincial agreements								Gros placements effectués en vertu d'ententes fédérales-provinciales
Rental housing projects	243	12	21	19	20	24	28	Projets de logements à loyer
Land assembly projects	75	7	18	4	6	7	16	Projets d'aménagement de terrains

[1]Loans made directly by CMHC or its agents, mainly to individuals plus a small amount of mortgages purchased from approved lenders. Includes $22 million in loans outstanding under the assisted home-ownership programme at the end of 1973.
[2]Includes uninsured loans mainly to homeowners and loans under rental guarantee contracts.

[1]Prêts octroyés directement par la S.C.H.L. ou par ses agents, principalement à des particuliers, plus un faible montant de créances hypothécaires acquises de prêteurs agréés. Comprend un encours à fin juin 1973 de 22 millions de dollars prêtés en vertu du Programme d'aide à l'acquisition d'une maison.
[2]Comprend les prêts non assurés accordés surtout à des propriétaires occupants, ainsi que les prêts accordés en vertu de contrats de garantie de loyer.

with the mid-1960s when the chartered banks were largely inactive in the mortgage market, the volume of their lending has increased to $1.2 billion in 1973. As a result the banks' share of the total mortgage debt held by private financial institutions has increased from 6 per cent to 15 per cent over this period. If the rapid growth in lending by associated mortgage loan companies is taken into account, the increase in the banks' lending activity is even more pronounced.

The other deposit-taking institutions have also greatly enlarged their volume of lending since the mid-1960s. As can be seen in Chart IV, trust and mortgage loan companies (including mortgage loan companies associated with the banks) have become the largest lenders in the mortgage market; in 1973 the increase in their mortgage holdings amounted to over $2.7 billion or 45 per cent of the total addition to mortgage holdings by private institutional lenders. The growth in lending by credit unions and caisses populaires has also been very strong, particularly in

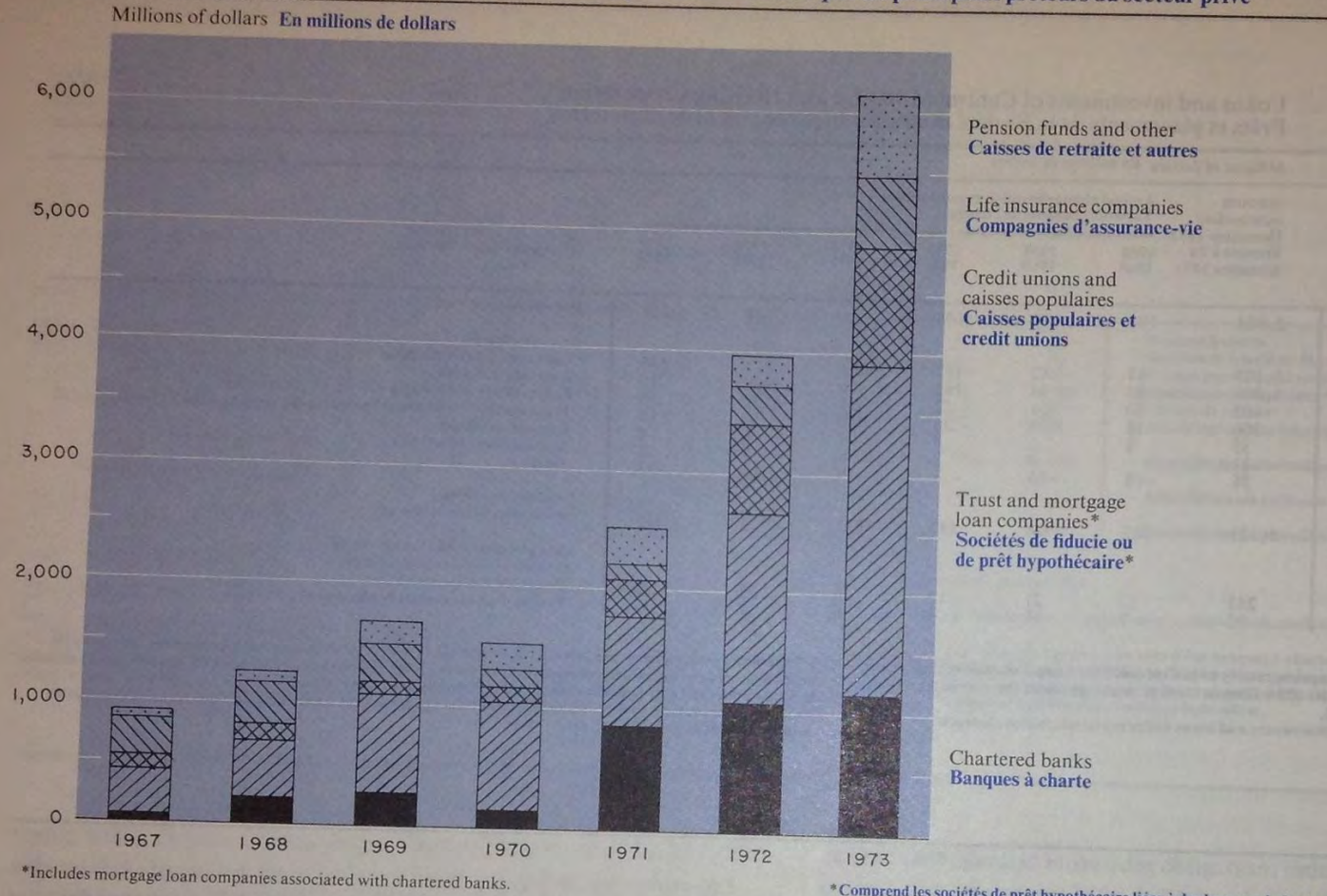
ment des dépôts à cinq ans s'est rétréci de façon appréciable au cours des dernières années, en partie par suite de la concurrence accrue que se sont livrée les bailleurs de fonds sur le marché. L'écart entre les taux hypothécaires et d'autres taux à long terme a également eu tendance à se réduire depuis le milieu des années soixante.

Principaux établissements prêteurs actifs sur le marché du crédit hypothécaire

L'ensemble des portefeuilles hypothécaires des principaux établissements prêteurs du secteur privé*, du secteur public et des agences gouvernementales s'est accru à un rythme annuel moyen de plus de 10% de 1968 à 1971, qui s'est accéléré pour s'établir à environ 18% pour la période 1972-1973 (voir Tableau I). Ces créances sont surtout constituées d'hypothèques sur des pro-

*Ne comprennent pas les portefeuilles des entreprises non financières, des institutions de bienfaisance et des particuliers.

Chart IV Change in mortgage holdings of major private lenders
Graphique IV Variation des portefeuilles de créances hypothécaires détenus par les principaux prêteurs du secteur privé



*Includes mortgage loan companies associated with chartered banks.

*Comprend les sociétés de prêt hypothécaire liées à des banques à charte.

the past three years.

Apart from a brief pause in 1969-70, mortgage loan approvals on new and existing housing by the chartered banks and trust and mortgage loan companies have increased steadily since 1967.* In the past two-to-three years, the strong demand for funds to finance the purchase of existing houses has resulted in such loans accounting for a growing proportion of total approvals, with a particularly marked increase in 1973 (see Table III). Among the factors contributing to this shift in the pattern

*Data on approvals are not available for credit unions and caisses populaires.

priétés résidentielles, mais les données des institutions privées autres que les banques à charte comprennent également les prêts accordés sur des propriétés non résidentielles. Dans le cas de certaines institutions d'épargne contractuelle en particulier, ces derniers prêts représentent une partie importante de l'ensemble des portefeuilles hypothécaires.

Les prêts gouvernementaux à l'habitation en général ont augmenté plus rapidement que les placements hypothécaires du secteur privé de 1968 à 1971 mais, au cours des deux années suivantes, leur taux de croissance s'est ralenti. Fin 1973, l'encours des prêts des administrations fédérale (principalement la S.C.H.L.) et provinciales, ainsi que de leurs organismes, représentaient un

of lending has been the branch network of most of these institutions and, in the case of a number of trust and mortgage loan companies, their real estate offices. This has meant that borrowers have tended to turn to these institutions for the financing of purchases of existing houses. In addition, it is probable that part of the growth in mortgage lending on existing properties by these institutions represents some shifting of financing from individual lenders, though it is not possible to quantify this.

The strong growth in mortgage lending by the deposit-taking institutions since the mid-1960s has resulted in mortgages accounting for a rising share of their total assets. In part this has reflected the various legislative and institutional changes discussed earlier which have made mortgages a more attractive investment for these institutions. In addition, competing demands for funds, at least until recently, have not been as strong as in some periods in the past and the deposit-taking institutions have generally been able to attract funds to support a rising level of mortgage investment. The concentration of trust and mortgage loan companies on mortgage financing is evident from the fact that 73 per cent of their assets at the end of 1973 were held in mortgages, up from 64 per cent at the end of 1967. The chartered banks have also increased the proportion of their assets held in mortgages from 3 per cent at the end of 1967 to 8 per cent at the end of 1973, while in the case of credit unions and caisses populaires the increase was from 30 per cent to 38 per cent.

Among the contractual savings and other financial institutions, there has been a further decline in the proportion of total private institutional mortgage debt held by the life insurance companies while the share held by pension funds and other financial institutions has shown little change since the mid-1960s. As yet the real estate investment trusts account for only a very small proportion of outstanding mortgage debt but the flow of funds into mortgages from these institutions increased from $25 million in 1972 when the first ones were established to around $300 million last year.

The life insurance companies in recent years have accounted for less than 10 per cent of the total volume of new lending by private financial institutions. In earlier years these companies had been a major source of mortgage funds and they still account for a significant share of total mortgage loans outstanding. To some extent the relative decline in the importance of life insurance companies as suppliers of mortgage funds simply reflects a slower growth in their assets compared with the deposit-

peu moins du quart de l'ensemble des créances hypothécaires, soit à peu près la même proportion qu'au milieu de la décennie soixante. Bien que la proportion des prêts accordés par les pouvoirs publics n'ait guère varié depuis le milieu des années soixante, ces derniers se sont de plus en plus préoccupés de satisfaire les besoins des personnes à revenus modestes. Les prêts assurés accordés directement par la S.C.H.L. (principalement à des particuliers), qui avaient connu une vive expansion vers les années soixante-cinq grâce à un certain nombre de programmes spéciaux, ont enregistré une progression relativement modérée ces dernières années et même décliné en 1973, phénomène qui s'explique en partie par la facilité avec laquelle on pouvait se procurer du crédit auprès du secteur privé. Par ailleurs, la S.C.H.L., qui accorde la plus grosse partie des prêts gouvernementaux, a augmenté considérablement le volume des crédits destinés à la construction de logements à loyer modique et de logements sociaux; l'encours global de ce financement est passé de 300 millions de dollars en 1967 à 2.2 milliards à la fin de 1973 (voir Tableau II). De plus, les placements de la S.C.H.L. dans des projets d'habitations à loyer réalisés dans le cadre d'ententes fédérales-provinciales se sont accrus de 124 millions de dollars au cours de cette période.

Les modifications apportées à la Loi nationale sur l'habitation en juin 1973 ont élargi le cadre des programmes visant à répondre aux besoins spécifiques des personnes à revenus modestes et aux nécessités du développement urbain. Parmi les mesures les plus importantes, notons l'institution d'un Programme d'aide à l'acquisition d'une maison, en vertu duquel des subventions et des prêts à faible taux d'intérêt sont accordés à des familles à revenus modestes afin de les aider à devenir propriétaires d'une maison neuve ou existante. De la mise sur pied de ce programme à la fin de 1973, la S.C.H.L. a accordé des prêts pour une valeur de plus de 130 millions de dollars.

Dans le secteur privé, les établissements autorisés à recevoir des dépôts se sont taillé une place de plus en plus importante comme fournisseurs de financement hypothécaire. Si les banques à charte étaient très peu actives sur le marché des prêts hypothécaires vers le milieu des années soixante, elles ont depuis accru le volume de leurs concours hypothécaires au point de le porter à 1.2 milliard en 1973. Aussi, par rapport à l'ensemble des créances hypothécaires détenues par les institutions financières du secteur privé, la proportion inscrite à l'actif des banques est-elle passée de 6% à 15% au cours de cette période. Si l'on tient compte de l'accroissement rapide du crédit octroyé par les sociétés de prêt hypothécaire liées aux banques à charte, la progression de leur activité sur le marché hypothécaire se révèle encore plus prononcée.

Les autres institutions de dépôt ont également beaucoup gonflé le volume de leurs prêts depuis le milieu des années soixante. Comme on peut le consta-

Table III
Tableau III

Mortgage loan approvals by selected lending institutions
Prêts hypothécaires approuvés par certains établissements prêteurs

	Percentage distribution by type of mortgage Ventilation, en %, selon le type de bien hypothéqué					
	End of period **En fin de période**	New residential construction **Logements neufs**	Existing residential property **Propriétés résidentielles existantes**	Non-residential property **Propriétés non résidentielles**	End of period **En fin de période**	
Chartered banks	1968	74	22	4	1968	**Banques à charte**
	1969	75	21	4	1969	
	1970	75	22	3	1970	
	1971	73	22	5	1971	
	1972	63	28	9	1972	
	1973	51	40	9	1973	
Trust and mortgage loan companies	1968	58	30	12	1968	**Sociétés de fiducie ou de prêt hypothécaire**
	1969	55	31	14	1969	
	1970	49	35	16	1970	
	1971	46	40	14	1971	
	1972	46	40	14	1972	
	1973	40	47	13	1973	
Life insurance companies	1968	73	8	19	1968	**Compagnies d'assurance-vie**
	1969	61	9	30	1969	
	1970	39	8	53	1970	
	1971	41	9	50	1971	
	1972	40	10	50	1972	
	1973	40	10	50	1973	

Source: CMHC

Note: Data on approvals are not available for credit unions and caisses populaires.

Source : S.C.H.L.

Nota : Les données relatives aux prêts approuvés par les caisses populaires et credit unions ne sont pas disponibles.

taking institutions; however the proportion of their total assets held in mortgages has also declined from 45 per cent at the end of 1967 to 40 per cent at the end of 1973. At the same time there has been a significant shift in the composition of their mortgage holdings. Loans on non-residential property have increased sharply and in the past four years accounted for about one half of their total mortgage loan approvals compared with less than one quarter in the mid-1960s (see Table III). There has also been a shift in their residential lending from single-family dwellings to large multiple unit projects. While these shifts may have been influenced to some extent by increased competition from the chartered banks and trust and mortgage loan companies on new residential construction, it is probable that the more important consideration was the change in the nature of the NHA mortgage following the introduction and widespread adoption of a 5-year term for NHA mort-

ter au Graphique IV, les sociétés de fiducie et de prêt hypothécaire (y compris les sociétés de prêt hypothécaire liées aux banques à charte) occupent maintenant la première place sur le marché hypothécaire; en 1973, l'augmentation de leurs portefeuilles hypothécaires s'est chiffrée à plus de 2.7 milliards de dollars, ce qui représente 45% de l'accroissement total des avoirs hypothécaires des établissements prêteurs du secteur privé. Les caisses populaires et les credit unions ont également très fort développé leur participation dans ce domaine, particulièrement ces trois dernières années.

Si l'on fait abstraction de la brève pause enregistrée en 1969 et en 1970, on observe que les prêts hypothécaires sur logements neufs ou existants approuvés par les banques à charte ainsi que par les sociétés de fiducie et de prêt hypothécaire ont marqué une progression régulière depuis 1967*. Au cours

*Les données relatives aux approbations de prêts ne sont pas disponibles pour les caisses populaires et les credit unions.

gages. Because of the long-term structure of their liabilities, life insurance companies tend to invest in longer-term debt and equity instruments and, in making mortgage loans, many life insurance companies have preferred to invest in long-term mortgages on apartments and non-residential properties. At times, the investment of life insurance companies in these projects has also involved equity participation and in recent years a number of companies have substantially increased their real estate holdings. The investment decisions of other contractual savings institutions, such as pension funds, are influenced by similar considerations; the proportion of total assets held in mortgages by pension funds has remained steady at around 12 per cent in recent years.

des deux ou trois dernières années, la forte demande de crédits destinés à financer des achats de maisons existantes a eu pour résultat d'accroître de plus en plus la proportion de ces prêts dans l'ensemble des approbations, phénomène qui a été particulièrement marquant en 1973 (voir Tableau III). Parmi les facteurs qui ont contribué à cette modification du profil du financement, citons, dans le cas de la plupart de ces institutions, l'existence d'un réseau de succursales et, dans le cas de certaines sociétés de fiducie et de prêt hypothécaire, celle de bureaux spécialisés dans les transactions immobilières. Aussi les emprunteurs ont-ils eu tendance à s'adresser à ces établissements pour financer l'achat de maisons existantes. De plus, il est probable que la croissance de ce financement provient en partie du fait qu'il remplace dans une mesure, d'ailleurs impossible à quantifier, l'octroi de prêts hypothécaires par des particuliers.

La forte progression des prêts hypothécaires octroyés par les institutions de dépôt depuis le milieu des années soixante a pour résultat que ces prêts forment une proportion croissante des avoirs de ces établissements. Cette progression est partiellement attribuable aux diverses modifications d'ordre légal et institutionnel dont il a été fait mention plus tôt, qui ont rendu les prêts hypothécaires plus attrayants comme placements pour ces institutions. De plus, la concurrence dans la demande de fonds, du moins jusqu'à ces derniers temps, n'a pas été aussi prononcée qu'elle l'avait été à certaines autres périodes et les institutions de dépôt ont généralement pu attirer les ressources nécessaires pour financer l'accroissement des placements hypothécaires. L'intérêt que les sociétés de fiducie et de prêt hypothécaire éprouvent pour le financement hypothécaire est patent, les hypothèques représentant 73% de leur actif à la fin de 1973, contre 64% fin 1967. Les banques à charte ont également accru ce même ratio, qui est passé de 3% fin 1967 à 8% fin 1973, tandis que dans le cas des caisses populaires et des credit unions, ce rapport est passé de 30 à 38%.

En ce qui concerne les institutions d'épargne contractuelle et les autres institutions financières, on observe que par rapport à l'ensemble des créances hypothécaires inscrites au bilan des institutions du secteur privé, la proportion détenue par les compagnies d'assurance-vie a continué de baisser tandis que, pour les caisses de retraite et les autres institutions financières, cette proportion n'a pratiquement pas changé depuis le milieu de la décennie soixante. Jusqu'à présent, les fonds communs de placement immobilier ne détiennent qu'une portion minime de l'encours global des créances hypothécaires, mais le flux de crédits hypothécaires provenant de ces institutions est passé de 25 millions de dollars en 1972 – année de fondation des premiers fonds com-

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
26 April 1974

The Governor of the Bank of Canada, Mr. Gerald K. Bouey, announced today that, in the interests of international monetary co-operation, the Bank of Canada has agreed to a temporary financial arrangement with the Banca d'Italia in the amount of $250 million. The arrangement is a standby facility that provides for simultaneous reciprocal drawings of Canadian dollars and Italian lire for short periods of time.

The Governor noted that the facility was part of a network of financing arrangements initiated by the Italian authorities in recent weeks involving international financial institutions and other central banks. It is similar in character to other international swap arrangements such as the one existing between the Bank of Canada and the United States Federal Reserve System and those arranged for a temporary period by the Bank of Canada in 1968 with the Bank for International Settlements, the Deutsche Bundesbank and the Banca d'Italia.

Bank of Canada
12 May 1974

The Bank of Canada announced tonight that the Bank Rate has been increased by ½ per cent to 8¾ per cent effective May 13, 1974. The Bank Rate had been set at 8¼ per cent on April 15, 1974.

The Governor of the Bank of Canada, Mr. Gerald K. Bouey, noted that a further upward adjustment of short-term interest rates in Canada has occurred in recent weeks, in part reflecting further increases in short-term interest rates in the United States and in the Euro-dollar market. During the same period, the pace of monetary and bank credit expansion in Canada has been much more rapid than needed to sustain the continued expansion of the economy. Although temporary influences including the recent interruption of mail service provided a partial explanation for the recent very high rates of monetary and bank credit expansion, there was no doubt that they also reflected the continuing intensity of underlying credit demands in Canada. In these circumstances no responsible course of action was open to the Bank of Canada which could have prevented this latest rise in short-term interest rates, and accordingly the Bank Rate has been increased.

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 26 avril 1974

Le Gouverneur de la Banque du Canada, M. Gerald K. Bouey, a annoncé aujourd'hui que, dans l'intérêt de la coopération monétaire internationale, la Banque du Canada a conclu avec la Banca d'Italia un accord financier temporaire portant sur un montant de 250 millions de dollars. Il s'agit d'un accord de crédit «stand-by» prévoyant des tirages simultanés et réciproques de dollars canadiens et de lires italiennes pour de courtes périodes de temps.

Le Gouverneur a précisé que cet arrangement faisait partie d'un ensemble d'accords de financement conclus à l'initiative des autorités italiennes au cours des dernières semaines, et auxquels participent des institutions financières internationales ainsi que d'autres banques centrales. Cet accord est dans ses grandes lignes semblable à d'autres accords internationaux de swap, notamment à celui qui existe entre la Banque du Canada et le Système de Réserve Fédérale des États-Unis ou aux accords de courte durée conclus en 1968 par la Banque du Canada avec la Banque des Règlements Internationaux, la Deutsche Bundesbank et la Banca d'Italia.

Banque du Canada
le 12 mai 1974

La Banque du Canada a annoncé ce soir un relèvement de ½% du taux d'escompte, qui passe à 8¾% à compter du 13 mai 1974. Ce taux avait été fixé à 8¼% le 15 avril 1974.

Le Gouverneur de la Banque, M. Gerald K. Bouey, a fait remarquer que les taux d'intérêt à court terme ont continué de marquer au Canada, ces dernières semaines, des ajustements à la hausse qui s'expliquent en partie par la progression continue du loyer de l'argent à court terme aux États-Unis et sur le marché de l'eurodollar. Durant cette même période, le rythme d'expansion de la monnaie et du crédit bancaire au Canada a été beaucoup plus rapide que celui qui était nécessaire pour soutenir la croissance continue de l'économie. Bien que des facteurs temporaires, dont l'interruption récente du service postal, soient à l'origine de la très forte expansion de la monnaie et du crédit observée ces derniers temps, il ne fait aucun doute que ce phénomène traduit également la vigueur ininterrompue de la demande fondamentale de crédit au Canada. Dans ces circonstances, la Banque du Canada ne disposait d'aucun moyen d'action compatible avec ses responsabilités afin d'empêcher cette nouvelle hausse du loyer de l'argent à court terme, aussi a-t-il été procédé à un relèvement du taux d'escompte.

The Bank of Canada also announced a change in its practice with respect to the maximum rate at which the Bank is prepared to enter into Purchase and Resale Agreements with money market dealers. The practice has been to set the PRA rate at ¼ of one per cent above the average 91- day treasury bill rate at the latest weekly tender, subject to a minimum of Bank Rate minus ¾ of one per cent and a maximum of Bank Rate. Henceforth, the maximum PRA rate will be Bank Rate plus ½ of one per cent. All other existing arrangements concerning Purchase and Resale Agreements remain unchanged.

In commenting on the change in the maximum PRA rate, the Governor noted that it would permit more flexibility in the relationship between the average rate on 91-day treasury bills at the weekly tender and the Bank Rate. In the past the Bank of Canada's practice has been such that when the average bill rate moved up close to the Bank Rate (and thus to the maximum PRA rate) expectations of an imminent upward revision of the Bank Rate were generated in financial markets. If the Bank regarded an increase in the Bank Rate as appropriate at that time, this created no problem. If, however, the Bank did not regard an increase in the Bank Rate as appropriate, it felt obliged to keep the average bill rate from rising above the Bank Rate, even temporarily. On occasion this had involved the Bank in providing heavy support to the bill market, thus complicating the task of managing the cash reserves of the banking system. Henceforth, an average yield at tender on 91-day bills that equals or exceeds the Bank Rate or even the maximum PRA rate should not necessarily be regarded as foreshadowing a change in these rates.

The Governor noted that the Bank Rate will continue to be the minimum rate for limited amounts of very short-term advances to the chartered banks.

La Banque du Canada a également annoncé une modification relative au plafond du taux auquel elle est disposée à effectuer des opérations de prise en pension d'effets avec les négociants agréés du marché monétaire. Jusqu'ici le taux des pensions était de ¼% plus élevé que le taux moyen des bons du Trésor à 91 jours à la dernière adjudication hebdomadaire, sous réserve d'un minimum équivalant au taux d'escompte diminué de ¾% et d'un maximum égal au taux d'escompte. Dorénavant, le taux maximum des prises en pension sera égal au taux d'escompte augmenté de ½%. Tous les autres arrangements relatifs aux pensions demeurent inchangés.

Le Gouverneur a fait observer que la modification du taux maximum applicable aux pensions rendrait plus souple la relation entre le taux moyen des bons du Trésor à 91 jours à la dernière adjudication hebdomadaire et le taux d'escompte de la Banque du Canada. Antérieurement à cette modification de l'usage suivi dans ce domaine par la Banque du Canada, toutes les fois que le taux moyen des bons du Trésor se rapprochait du taux d'escompte (et donc du taux maximum applicable aux pensions) les milieux financiers pressentaient une hausse imminente du taux d'escompte. Si la Banque jugeait ce relèvement opportun, il ne s'ensuivait aucun problème. Si, par contre, la Banque considérait cette hausse du taux d'escompte comme inopportune, elle se sentait obligée d'empêcher le taux moyen des bons du Trésor d'augmenter jusqu'à dépasser le taux d'escompte, ne fût-ce que pour une courte période. La Banque avait ainsi été amenée occasionnellement à apporter un soutien considérable au marché des bons du Trésor, ce qui compliquait la gestion des réserves-encaisse du système bancaire. Désormais, un rendement moyen à l'adjudication des bons du Trésor à 91 jours égalant ou excédant le taux d'escompte ou même le taux maximum applicable aux pensions ne constituera plus nécessairement un signe avant-coureur d'une modification de ces taux.

Le Gouverneur a ajouté que le taux d'escompte continuerait d'être le taux minimum applicable à des avances à très court terme et de montant limité octroyées aux banques à charte.

Experience with floating rates of exchange "

Foreign exchange - Rates

Extract of remarks
by Robert Johnstone
Adviser, Bank of Canada
at the XI meeting of the Governors of the Central Banks
of the American Continent
Caracas, Venezuela, April 29–30, 1974

For more than a year now the currencies of most of the major countries have been floating. Although a year is not a long time in economic affairs it is, I believe, possible to pass some initial and tentative judgments on this experience. Canada has, of course, had a considerably longer history of living with a floating exchange rate and I will also comment on this experience.

I imagine that if a few years ago one had asked a representative group of financial officials to give their views on the consequences of a move to floating exchange rates by the major countries the replies would have reflected a good deal of distress and alarm. Although many economists working outside government circles would perhaps have welcomed the prospect, few officials would have come at all close to sharing a sanguine view. What worries would have been uppermost in their minds?

They would, first of all, have feared that the absence of declared parities between major currencies would lead to great uncertainty for international traders as to the prices on which they should plan their business. Some would have feared that these uncertainties would seriously disrupt the international flows of trade and capital with harmful consequences for the growth of the world economy.

The belief that prospective movements in floating exchange rates would be large and highly unpredictable reflected in considerable part a view that the rates would be pushed around, sometimes quite violently, by capital movements. The concern here was primarily about the possibility of speculative or other abnormal capital flows, especially between industrialized countries, large enough to push their exchange rates to

Le système des taux de change flottants à la lumière de l'expérience

Extraits d'une allocution prononcée
par M. Robert Johnstone,
Conseiller à la Banque du Canada,
à la XIe Réunion des Gouverneurs des banques centrales
du continent américain,
tenue à Caracas, Venezuela, les 29 et 30 avril 1974

Depuis plus d'un an, la plupart des grands pays ont adopté le système de taux de change flottants. Bien qu'un recul d'une année ne soit pas considérable pour qui veut juger de développements d'ordre économique, je pense qu'il est déjà possible de tirer certains enseignements du fonctionnement de ce système. Naturellement, l'expérience du Canada dans ce domaine est beaucoup plus longue, aussi en dirai-je également quelques mots.

J'imagine que si, il y a quelques années, on avait demandé à un groupe représentatif de fonctionnaires travaillant dans le domaine des finances leur avis sur les conséquences de la mise en flottement des principales devises, leurs réponses auraient été empreintes d'une bonne dose d'appréhension et d'angoisse. De nombreux économistes œuvrant hors des sphères gouvernementales auraient peut-être favorablement accueilli cette idée, mais il se serait trouvé bien peu de fonctionnaires à éprouver ne fût-ce qu'un semblant de confiance en une telle solution. Quelles auraient donc été leurs principales préoccupations?

En premier lieu, ils auraient craint que l'absence de parités déclarées entre les principales monnaies ne provoque dans les milieux cambistes un climat d'incertitude quant aux prix auxquels s'effectueraient les transactions. D'aucuns auraient redouté que ces incertitudes ne perturbent gravement les échanges internationaux de marchandises ainsi que les mouvements de capitaux et n'exercent de ce fait de conséquences néfastes sur la croissance de l'économie mondiale.

L'opinion selon laquelle les taux de change flottants enregistreraient des fluctuations de grande envergure et difficilement prévisibles reflétait dans une large mesure l'impression que les taux seraient l'objet de pressions désordon-

levels that would be wrong in relation to their 'underlying' external positions.

A second type of concern related to the notion of discipline and order in economic affairs – discipline and order both with respect to international relationships and with respect to the management by individual countries of their internal economic affairs. In international economic affairs the obligation to defend declared parities against all but 'fundamental' pressures and the requirement that parity changes be sanctioned by the international economic community were seen as essential to a co-operative world economic order. It was sometimes thought that a decision to abandon these obligations, even temporarily, indicated that the country in question had become less committed to responsible international behavior. On that view of the matter, the prospect that a number of the major countries would have floating exchange rates at the same time would be deeply worrying.

So far as domestic policies are concerned, the worry about floating rates sprang from the view that the abandonment of declared parities would remove a strong element of support for sound policies. In the absence of an obligation to defend parities, governments and central banks might feel less need to keep their domestic situation under control. The consequence of a weakening of external discipline would be a reinforcement of inflationary pressures.

The circumstances that led up to the abandonment of parities by major countries a year ago and developments since then enable us to put these concerns in some perspective. It has not, of course, been a tranquil time in exchange markets. Early in 1973, just after the Swiss franc had been floated against the U.S. dollar, the dollar itself was effectively floated as the defence of parities for the lira, the yen and the European currencies that joined in a common float were abandoned. In due course about a dozen other currencies were floated. The major currencies moved quickly apart in two groups, with the yen, the Swiss franc and the snake currencies appreciating sharply relative to the U.S. dollar, the pound sterling and the lira. (The behavior of the Canadian dollar is discussed later.) By mid-July the U.S. dollar had depreciated by about 15 per cent in terms of the weighted average of its exchange rate against other major currencies. Subsequently there was some reversal in the rates which was reinforced in the unsettled markets resulting from decisions taken by major oil exporting countries with respect to the price and supply of petroleum. The yen and most European currencies weakened against the U.S. dollar, but since mid-January of this year they

nées, parfois assez violentes, imputables à des mouvements de capitaux. Le principal sujet de préoccupation résidait dans la possibilité que se produisent, surtout entre pays industrialisés, des mouvements anormaux de capitaux, spéculatifs ou autres, dont l'ampleur serait telle qu'elle pourrait porter les taux de change à des niveaux qui ne seraient pas conformes à la situation extérieure «fondamentale» des pays concernés.

Certains se faisaient d'autres soucis, liés aux notions de discipline et d'harmonie dans le domaine économique – tant en ce qui a trait aux relations internationales qu'à la gestion des intérêts économiques de chaque pays. Sur le plan international, il semblait essentiel au maintien d'un ordre économique basé sur la collaboration mondiale que chaque pays soit tenu de défendre à tout prix la parité déclarée de sa monnaie, sauf dans le cas de pressions «fondamentales», et que les modifications de parités soient sanctionnées par la communauté économique internationale. La décision par un pays de ne pas respecter de telles normes, même temporairement, était parfois considérée comme un relâchement de son sens des responsabilités vis-à-vis de l'étranger. Pour qui partageait ce point de vue, la perspective de voir un certain nombre de grands pays adopter en même temps le système de taux de change flottants était une cause de graves soucis.

Sur le plan national, la crainte inspirée par le flottement des taux était fondée sur l'idée que l'abandon des parités fixes équivaudrait à la disparition d'un puissant argument en faveur de politiques saines. N'étant plus obligés de défendre les parités, il se pouvait que gouvernements et banques centrales éprouvent moins le besoin de tenir bien en main la situation intérieure. Un relâchement de la discipline extérieure signifierait donc un renforcement des pressions inflationnistes.

Les circonstances qui ont mené il y a un an à l'abandon des parités fixes par les principaux pays et le cours que les événements ont pris depuis nous permettent en quelque sorte de vérifier si ces préoccupations étaient fondées. Il va de soi que les marchés des changes n'ont pas connu depuis cette époque une évolution tranquille. Au début de 1973, immédiatement après que le franc suisse eut été mis en flottement vis-à-vis du dollar É.-U., ce dernier lui-même se mit effectivement à flotter du fait qu'on cessa de défendre les parités fixes de la lire, du yen et des devises européennes qui, de leur côté, adoptèrent un système de flottement conjoint. Une douzaine d'autres devises finirent par suivre le mouvement. Les grandes devises ne tardèrent pas à se diviser en deux groupes, le yen, le franc suisse et les devises en flottement concerté, dites devises du serpent, s'inscrivant en vive hausse par rapport au dollar É.-U., à la livre sterling et à la lire italienne. (J'aborderai dans un instant le comportement du dollar canadien.) À la mi-juillet, le cours du change

levels that would be wrong in relation to their 'underlying' external positions.

A second type of concern related to the notion of discipline and order in economic affairs – discipline and order both with respect to international relationships and with respect to the management by individual countries of their internal economic affairs. In international economic affairs the obligation to defend declared parities against all but 'fundamental' pressures and the requirement that parity changes be sanctioned by the international economic community were seen as essential to a co-operative world economic order. It was sometimes thought that a decision to abandon these obligations, even temporarily, indicated that the country in question had become less committed to responsible international behavior. On that view of the matter, the prospect that a number of the major countries would have floating exchange rates at the same time would be deeply worrying.

So far as domestic policies are concerned, the worry about floating rates sprang from the view that the abandonment of declared parities would remove a strong element of support for sound policies. In the absence of an obligation to defend parities, governments and central banks might feel less need to keep their domestic situation under control. The consequence of a weakening of external discipline would be a reinforcement of inflationary pressures.

The circumstances that led up to the abandonment of parities by major countries a year ago and developments since then enable us to put these concerns in some perspective. It has not, of course, been a tranquil time in exchange markets. Early in 1973, just after the Swiss franc had been floated against the U.S. dollar, the dollar itself was effectively floated as the defence of parities for the lira, the yen and the European currencies that joined in a common float were abandoned. In due course about a dozen other currencies were floated. The major currencies moved quickly apart in two groups, with the yen, the Swiss franc and the snake currencies appreciating sharply relative to the U.S. dollar, the pound sterling and the lira. (The behavior of the Canadian dollar is discussed later.) By mid-July the U.S. dollar had depreciated by about 15 per cent in terms of the weighted average of its exchange rate against other major currencies. Subsequently there was some reversal in the rates which was reinforced in the unsettled markets resulting from decisions taken by major oil exporting countries with respect to the price and supply of petroleum. The yen and most European currencies weakened against the U.S. dollar, but since mid-January of this year they

nées, parfois assez violentes, imputables à des mouvements de capitaux. Le principal sujet de préoccupation résidait dans la possibilité que se produisent, surtout entre pays industrialisés, des mouvements anormaux de capitaux, spéculatifs ou autres, dont l'ampleur serait telle qu'elle pourrait porter les taux de change à des niveaux qui ne seraient pas conformes à la situation extérieure «fondamentale» des pays concernés.

Certains se faisaient d'autres soucis, liés aux notions de discipline et d'harmonie dans le domaine économique – tant en ce qui a trait aux relations internationales qu'à la gestion des intérêts économiques de chaque pays. Sur le plan international, il semblait essentiel au maintien d'un ordre économique basé sur la collaboration mondiale que chaque pays soit tenu de défendre à tout prix la parité déclarée de sa monnaie, sauf dans le cas de pressions «fondamentales», et que les modifications de parités soient sanctionnées par la communauté économique internationale. La décision par un pays de ne pas respecter de telles normes, même temporairement, était parfois considérée comme un relâchement de son sens des responsabilités vis-à-vis de l'étranger. Pour qui partageait ce point de vue, la perspective de voir un certain nombre de grands pays adopter en même temps le système de taux de change flottants était une cause de graves soucis.

Sur le plan national, la crainte inspirée par le flottement des taux était fondée sur l'idée que l'abandon des parités fixes équivaudrait à la disparition d'un puissant argument en faveur de politiques saines. N'étant plus obligés de défendre les parités, il se pouvait que gouvernements et banques centrales éprouvent moins le besoin de tenir bien en main la situation intérieure. Un relâchement de la discipline extérieure signifierait donc un renforcement des pressions inflationnistes.

Les circonstances qui ont mené il y a un an à l'abandon des parités fixes par les principaux pays et le cours que les événements ont pris depuis nous permettent en quelque sorte de vérifier si ces préoccupations étaient fondées. Il va de soi que les marchés des changes n'ont pas connu depuis cette époque une évolution tranquille. Au début de 1973, immédiatement après que le franc suisse eut été mis en flottement vis-à-vis du dollar É.-U., ce dernier lui-même se mit effectivement à flotter du fait qu'on cessa de défendre les parités fixes de la lire, du yen et des devises européennes qui, de leur côté, adoptèrent un système de flottement conjoint. Une douzaine d'autres devises finirent par suivre le mouvement. Les grandes devises ne tardèrent pas à se diviser en deux groupes, le yen, le franc suisse et les devises en flottement concerté, dites devises du serpent, s'inscrivant en vive hausse par rapport au dollar É.-U., à la livre sterling et à la lire italienne. (J'aborderai dans un instant le comportement du dollar canadien.) À la mi-juillet, le cours du change

have mainly tended to strengthen again. In the meantime, the great majority of currencies of developing countries, and a few of those of more industrialized countries, were maintained in fixed relationships to the U.S. dollar and moved with it, though the rates in question were changed in a number of instances.

All in all it has been an exciting time for exchange traders. The extent of exchange rate changes has not, however, been a consequence of the fact that currencies were floating. Initially the changes in rate relationships largely reflected the response of markets to the persisting serious imbalance in the payments positions of major countries. Subsequently, the pressures in exchange markets and resulting changes in the structure of rates have reflected further dramatic changes in the current and prospective payments positions of major countries against a background of inflation and varying efforts to deal with it. In these circumstances no particular structure of exchange rates could have survived.

What can one say on the basis of these developments about the fears of widespread floating to which I referred a moment ago?

First of all, the period has hardly been one in which world trade has faltered. Last December, the OECD published preliminary estimates indicating that the total volume of world trade had risen by no less than 14 per cent in 1973, or more than in any other postwar year, and that trade between the industrialized and developing countries had grown just about as strongly as that amongst the industrialized countries. These estimates are subject to revision, but even so there would seem to be little if any evidence to suggest that the extraordinary boom in world trade that began in 1968 has been at all dampened so far by the floating of major currencies. One would not have expected any inhibiting effect of exchange rate uncertainty on world trade to develop at once, particularly when output and trade were surging ahead with the full momentum of boom conditions in so many countries. Nonetheless it is worth noting that the floating of major currencies and the volatility of many exchange rates have apparently not caused the major problems for traders that some observers feared.

A second observation is that by and large exchange rates have moved in appropriate directions. The initial movements facilitated a trend towards better balance in the external positions of major trading countries and therefore diminished the risk of actions that would have inhibited trade. Other factors contributed to the redressing of major imbalances – particularly in the external position of the United States and Japan – but the exchange rate changes were certainly in the right

pondéré du dollar É.-U. avait diminué de près de 15% par rapport aux autres grandes devises. Par la suite, les taux s'orientèrent dans des directions quelque peu différentes, et cette évolution se trouva renforcée par la situation troublée des marchés consécutive aux décisions prises par les principaux pays exportateurs de pétrole au sujet du prix et de l'offre de ce produit. Le yen et la plupart des monnaies européennes s'infléchirent par rapport au dollar É.-U., mais depuis la mi-janvier de cette année, ces devises ont généralement eu tendance à se renforcer de nouveau. Entre-temps la grande majorité des monnaies des pays en voie de développement et de certains pays plus industrialisés ont conservé leur taux de change fixe par rapport au dollar É.-U. et fluctué avec cette devise, encore que ces taux aient été modifiés dans un certain nombre de cas.

Tout bien considéré, cette époque a été stimulante pour les cambistes. Cependant, l'ampleur des marges de fluctuation des taux de change n'a pas été le fait du flottement des monnaies. Au début, les variations des cours s'expliquaient pour une bonne part par la réaction des marchés devant la persistance du grave déséquilibre de la situation des paiements des grands pays. Par la suite, les tensions enregistrées sur les marchés des changes et les modifications de la structure des taux qui en sont résultées ont reflété d'autres changements spectaculaires dans la situation présente ou future des paiements des principaux pays industrialisés, dans une conjoncture caractérisée par l'inflation et par l'effort assez variable déployé pour en minimiser les effets. Dans ces circonstances, aucune structure déterminée des taux de change n'aurait pu durer longtemps.

À la lumière de ces développements, que peut-on dire de la peur du flottement généralisé des monnaies dont je viens de parler?

Tout d'abord, il est difficile de prétendre que le commerce mondial ait affiché des signes d'hésitation au cours de cette période. En décembre dernier, les premières estimations publiées par l'O.C.D.E. indiquaient que le volume total du commerce mondial s'était accru d'au moins 14% en 1973, soit à un taux annuel jusque-là inégalé depuis la guerre, et que l'accroissement des échanges entre pays industrialisés et pays en voie de développement avait été presque aussi fort que celui des échanges entre pays industrialisés. Même si ces estimations restent sujettes à révision, rien ou presque ne semble indiquer que l'explosion exceptionnelle du commerce mondial, amorcée en 1968, ait été un tant soit peu entravée jusqu'ici par la mise en flottement des principales devises. On ne s'attendait pas que l'incertitude en matière des taux de change eût immédiatement un effet de freinage sur le commerce mondial, surtout à une époque où la production et les échanges étaient en plein essor à la faveur de la vague de prospérité observée dans un grand nombre de

direction to sustain this improvement. It is still too early to assess the implications of all the changes in the petroleum situation. However one can observe that at least the initial impact of this major shock to the world economic system has so far been absorbed remarkably well by exchange markets. Exchange markets have, of course, been nervous and volatile but they have not been chaotic.

Thus throughout the period since March of last year the structure of exchange rates seems to have altered in a manner helpful to the correction of existing imbalances in payments positions and to have survived the initial shock of petroleum developments extremely well. While individual currencies have been affected from time to time by the pressure of capital flows, I do not see evidence that the general relationships between major floating currencies have been significantly distorted by waves of speculation.

The second broad area of concern about the floating of exchange rates related to the role of declared parities in a co-operative world economic order and to the 'discipline' on domestic financial policies traditionally attributed to the obligation to defend par values. Have the decisions to float been symptomatic of attempts to escape from responsibility in either of these senses? I would say that to a very considerable extent the opposite has been true.

So far as international co-operation is concerned I detect no weakening of the conviction that countries must work together in the solution of common monetary and payments problems, and must do so within an agreed framework of consultation. With all the differing views on details of monetary reform, there is no difference of view on that fundamental point. New forms and procedures must evolve to assist countries to take full account of their international responsibilities. The will is there and, that being the case, the forms and procedures will be developed.

With regard to the management of domestic policies I would also dispute any suggestion that the decisions to float reflected a desire to escape from a sound 'discipline'. In a number of countries, Canada among them, the reverse situation arose. That is to say a situation was reached in these cases where continued defence of the currency against upward pressure would have required excessively expansionary monetary policies. Countries in these circumstances were not seeking to escape from external discipline on their domestic financial policies. In the case of the major country whose currency has declined in relative value since last spring, the United States, this has not been associated with a relaxation of domestic financial policies. Nor has it reflected an attempt to achieve

pays. Néanmoins, il n'est pas sans intérêt de noter que le flottement des principales devises et l'instabilité de nombreux taux de change n'ont pas, semble-t-il, causé aux cambistes les problèmes majeurs que d'aucuns redoutaient.

Ensuite, on remarque que, dans l'ensemble, les taux de change ont évolué dans le sens qui convenait. Les premières variations ont contribué à la tendance vers un meilleur équilibre de la situation des paiements des principaux pays commerçants et ont, par conséquent, diminué le risque de voir instituer des mesures susceptibles de nuire aux échanges. Certes, d'autres facteurs ont aidé à corriger des déséquilibres importants – particulièrement de la balance des paiements des États-Unis et du Japon – mais les modifications de taux de change sont certainement allées dans un sens favorable à cette amélioration. Il est encore trop tôt pour évaluer les implications de tous les changements liés à la crise du pétrole. Toutefois, on remarquera que les marchés des changes ont remarquablement bien encaissé, du moins jusqu'à présent, l'impact initial de ce choc brutal porté au système économique mondial. Ces marchés ont évidemment été agités et instables, mais ils n'ont jamais connu de situation chaotique.

De fait, depuis mars 1973, la structure des taux de change semble s'être modifiée d'une façon favorable au redressement des déséquilibres affectant la situation des paiements des pays en cause et avoir extrêmement bien résisté aux premières secousses de la crise du pétrole. Si certaines monnaies se sont ressenties à l'occasion des pressions exercées par les mouvements de capitaux, je ne vois rien qui puisse donner à penser que, dans l'ensemble, les cours des principales monnaies flottantes aient été profondément perturbés par des vagues de spéculation.

Le deuxième grand sujet de préoccupation en matière des taux de change flottants concernait d'une part le rôle dévolu aux parités fixes dans un ordre économique basé sur la coopération internationale et d'autre part le caractère «disciplinaire» traditionnellement attribué sur le plan de la politique financière nationale à l'obligation pour chaque pays de défendre la valeur de sa devise. La décision de laisser flotter les monnaies peut-elle être considérée comme une tentative d'échapper aux responsabilités découlant de l'une ou de l'autre de ces contraintes? Je dirais que dans une très large mesure c'est plutôt le contraire qui s'est produit.

En ce qui a trait à la coopération internationale, je ne vois rien qui puisse inciter à penser que les pays sont moins convaincus qu'ils doivent travailler ensemble à résoudre les problèmes monétaires et les difficultés de balance des paiements, ce dans le cadre de mécanismes de consultation adoptés de commun accord. Si les avis sont partagés sur les détails de la réforme monétaire, il n'existe aucune différence d'opinion sur ce point fondamental. De

an excessive depreciation for competitive reasons.

In fact it was the way that the Bretton Woods system itself had been operated that had come to stand in the way of constructive international co-operation and of reasonable control over their domestic monetary situations in many countries. We had reached a situation of imbalance in international payments and of world-wide inflation such that the intended advantages of the old system became serious disadvantages. It seemed clear that the return to better international balance without resort to measures that would inhibit trade, and the return to a less inflationary environment, could be assisted by a period of floating exchange rates.

* * *

I would like now to make some comments on Canadian experience with a floating exchange rate. The Canadian dollar had, of course, been floating for almost three years when the decisions to adopt the same solution to their exchange market problems were taken by other countries last year.

In early 1970, upward pressure on our dollar, arising in part from uncertainty about the external position of the United States, was sharply reinforced by a major upswing in our trade balance. It seemed clear that an attempt to continue defence of the existing parity would have required an easing of financial policies well beyond what was seen as appropriate to the domestic situation. Thus an increase in the exchange value of the Canadian dollar was called for. Canada was, of course, urged at the time and thereafter to pick a new higher parity, but we felt unable to do so. The change in our external trade position had been so abrupt, and the prospects for our balance of payments as well as for the international system looked so uncertain, that we were not able to pick a new rate with any reasonable confidence that it could be defended in the context of policies suited to our domestic economic circumstances. It would not have been helpful to Canada or to the international community if we had before long been knocked off a new parity. So we decided to float, not out of doctrinaire attachment to floating rates but because we could see no responsible alternative. This was the position in which many other countries found themselves last year.

It was anticipated that the Canadian dollar would initially float upward, and it did so. Although we do not, of course, view the adoption of a floating rate as a means of achieving a particular movement in the exchange rate, one cannot simply disregard so important a price as the exchange rate, and that is as true of a floating rate as of one that is fixed.

nouvelles formules et méthodes doivent être trouvées pour aider les pays à assumer pleinement leurs responsabilités internationales. Puisqu'on veut y parvenir, on finira bien par mettre au point les formules et les méthodes nécessaires.

Quant aux politiques intérieures, je m'inscris en faux contre toute allégation à savoir que la décision de laisser flotter les monnaies traduit un désir de s'écarter d'une «discipline» saine. Dans un certain nombre de pays, notamment le Canada, le contraire s'est produit. Autrement dit, la situation était devenue telle dans ces pays que pour continuer à protéger la monnaie contre les pressions à la hausse, il aurait été nécessaire de mettre en œuvre des politiques monétaires exagérément expansionnistes. Dans ces circonstances, les pays ne cherchaient pas à échapper à une discipline extérieure dans la gestion de leur politique financière intérieure. Ainsi, pour le grand pays dont la devise a accusé une baisse relative depuis le printemps dernier, c'est-à-dire les États-Unis, cette décision n'est nullement liée à un relâchement des politiques financières intérieures, pas plus qu'elle ne constitue une tentative de dévaluation excessive effectuée pour des raisons de concurrence.

En fait, c'est le fonctionnement du système de Bretton Woods lui-même qui en était venu à entraver une coopération internationale constructive et un contrôle raisonnable de la situation monétaire intérieure dans de nombreux pays. Nous avions atteint un déséquilibre des paiements internationaux et une inflation mondiale tels que les avantages recherchés par le système de Bretton Woods se muèrent en de sérieux inconvénients. Il sembla évident que l'adoption de taux de change flottants pendant une certaine période faciliterait tant le retour à un meilleur équilibre international sans nécessiter de mesures préjudiciables au commerce que le rétablissement d'un climat moins inflationniste.

* * *

Je voudrais maintenant vous dire quelques mots de l'expérience du Canada en matière de taux de change flottants. En effet, le dollar canadien flottait déjà depuis près de trois ans lorsque d'autres pays décidèrent l'an dernier d'adopter cette solution pour résoudre leurs problèmes de change.

Au début de 1970, la pression à la hausse sur notre dollar, due en partie aux incertitudes concernant l'équilibre des paiements des États-Unis, se trouva fortement renforcée par un redressement considérable de notre balance commerciale. Il devint évident que toute tentative de continuer à défendre la parité en vigueur nécessiterait un relâchement bien plus sensible des politiques financières que ne semblait le réclamer la situation intérieure. Une augmentation du taux de change du dollar canadien était donc devenue nécessaire. Il va de soi que, à l'époque et par la suite, le Canada fut vivement

The course of the exchange rate will be influenced by all of the factors bearing on a country's external position. These include the settings of domestic economic policies, and decisions about domestic policies must necessarily take account of their implications for the exchange rate.

It will be useful, I think, to digress for a moment in order to describe the way in which the Canadian exchange market works. We have in Canada a well developed private market in which the Canadian dollar trades principally against the U.S. dollar. The bulk of foreign exchange requirements is handled by the commercial banks.

Canadian banks have traditionally avoided any sizeable exposure to exchange risk, although they may have sizeable offsetting spot and forward positions. As net positions arise in individual banks in the course of handling customers' business, the banks seek to eliminate them by trading with each other. This interbank market is the core of the domestic exchange market. Banks deal with each other exclusively through salaried brokers. Given the relatively small number of banks in Canada, with five of them accounting for a very high proportion of the business, the brokerage system provides for a highly efficient internal exchange market. In periods of uncertainty the absence of a brokerage commission may tend to increase the responsiveness of the exchange rate as banks instantly cover every transaction as it arises, but the low transaction cost also works to encourage continuous participation in the market in a way that normally tends to smooth the movement in the rate. The market trades both spot and forward exchange, and the existence of a good forward market undoubtedly contributes to the smooth operation of the spot market.

Through the operation of this broad and efficient market in foreign exchange, the exchange value of the Canadian dollar is a price determined essentially in a private market. This fact is relevant to the possibility of having a truly floating exchange rate and influences the manner in which it operates in practice. With due account taken of institutional differences I imagine that broadly the same situation prevails in many other countries, including those that have floated their exchange rates. In many other countries, however, private exchange markets of that character do not exist and private purchases and sales of foreign exchange through banks tend to be settled directly with the official account.

Because Canadian banks deal with one another only through the broker, it is possible for the amount and price of each transaction in the interbank market to be reported quickly to all participants in the market – including the Bank of Canada. This detailed reporting facilitates

incité à établir une parité plus élevée, solution qu'il ne parut pas possible d'adopter. La variation de notre situation commerciale vis-à-vis de l'étranger avait été si brutale, les perspectives d'évolution de notre balance des paiements et l'avenir du système international paraissaient tellement incertains que nous n'étions pas en mesure de fixer avec un tant soit peu de confiance un nouveau taux susceptible d'être défendu dans le cadre de politiques adaptées à la conjoncture économique de notre pays. Établir une nouvelle parité que nous n'aurions pu maintenir longtemps n'aurait été profitable ni pour le Canada ni pour la communauté internationale. C'est ainsi que fut prise la décision de laisser flotter notre dollar, non pas parce que nous étions partisans de la théorie des taux de change flottants, mais parce que nous ne voyions pas d'autres solutions satisfaisantes. De nombreux autres pays se sont trouvés dans cette situation l'an dernier.

Comme on l'avait prévu, le dollar canadien flotta en hausse dans une première étape. Nous ne considérons naturellement pas l'adoption d'un taux flottant comme un moyen de faire orienter le cours du change dans un sens donné, mais on ne peut tout simplement pas négliger un prix aussi important que le taux de change, ce qui est vrai que ce taux soit flottant ou fixe. L'évolution du cours du change est influencée par tous les facteurs jouant un rôle dans la situation des paiements d'un pays. La mise en œuvre de politiques économiques nationales constitue un de ces facteurs, et toute décision concernant les politiques intérieures doit nécessairement tenir compte de ses implications sur le taux de change.

Il ne serait pas sans intérêt à mon avis de nous écarter un instant du sujet pour vous décrire le fonctionnement du marché des changes au Canada. Il existe chez nous un marché privé bien structuré au sein duquel les opérations se font surtout entre dollars canadiens et dollars É.-U. Ce sont les banques commerciales qui satisfont la plus grande partie des demandes de monnaies étrangères.

Les banques canadiennes ont traditionnellement évité de prendre de gros risques de change, équilibrant leurs positions en devises au comptant et à terme parfois considérables. Quand les opérations effectuées pour le compte de clients donnent lieu à une position nette au bilan de certaines banques, celles-ci cherchent à l'éliminer en concluant des opérations entre elles. Le marché interbancaire constitue le cœur du marché national des changes. Les opérations entre banques se font exclusivement par l'entremise d'agents bénéficiant d'un traitement fixe. Vu le nombre relativement restreint de banques opérant au Canada – dont cinq effectuent une proportion très élevée des opérations, – ce système assure une grande efficacité au marché intérieur des changes. Aux époques d'incertitude, l'absence de frais de courtage

official intervention as it enables the authorities to assess any rate movement against the precise volume of activity in the market. In Canada official intervention is carried out by the Bank of Canada on behalf of the Minister of Finance through purchases from the interbank market and sales into that market of U.S. dollars from the Minister's Exchange Fund Account.

Under the floating regime in Canada official intervention is directed to the maintenance of orderly conditions in the exchange market. This involves intervention to ensure that a reasonable volume of business is done at one rate before the market moves to a significantly higher or lower rate, and in general to moderate the extent of the total change taking place within any one day or from day-to-day. At times of particular turbulence in exchange markets, official purchases or sales may be undertaken with a view to steadying the rate. The official intervention needed to achieve these objectives has been quite small in relation to the total foreign exchange business being transacted.

While the floating Canadian dollar has understandably moved fairly substantially during the past four years, its behavior has not been disruptive either to the Canadian economy or to others. Our international trade has grown strongly. From time to time there has been concern about the level of the exchange rate, particularly in important exporting industries, but there has been virtually no suggestion that the fact that it was floating was inhibiting our international commerce. An important reason for the demonstrated ability of Canadian businesses to operate happily with the floating exchange rate is that the existence of a good forward exchange market enables them to cover exchange risk on future commitments for at least a year ahead.

* * *

I have had no intention in these remarks of preaching the merits of floating exchange rates for all countries at all times. One cannot generalize for other countries from Canada's particular circumstances and experience. Nor should one be too ready to draw conclusions from one brief year of world experience with floating rates, particularly when that year has been one of unusual strength in demand, output and trade. The story might have been different if many countries had been faced with the opposite problems of faltering demand and unemployment.

Nevertheless, one should not exaggerate the significance of mechanical differences between fixed and floating exchange rate regimes, or imply that the two 'systems' involve fundamentally different principles, problems, drawbacks and benefits. The good functioning of the inter-

peut tendre à accroître la souplesse des taux de change, les banques se couvrant sans délai à chaque opération; le faible coût des opérations contribue également à encourager une participation continuelle au marché d'une façon qui tend normalement à atténuer les variations du taux de change. Le marché permet les opérations de change au comptant et à terme, et l'existence d'un bon marché à terme contribue sans aucun doute au fonctionnement harmonieux du marché au comptant.

Ce marché des changes est vaste et efficace, si bien que le cours du dollar canadien est un prix déterminé fondamentalement sur un marché privé. Ce fait a son importance en ce sens qu'il nous permet d'avoir un véritable taux de change flottant et qu'il influence la manière dont le taux fonctionne en pratique. Tout en tenant compte de certaines différences d'ordre institutionnel, j'imagine que la même situation se retrouve, en général, dans de nombreux autres pays, y compris dans ceux qui laissent flotter leur monnaie. Dans d'autres pays, par contre, des marchés de change privés de ce genre n'existent pas, de sorte que les ventes et les achats pour compte privé de devises étrangères par l'entremise de banques commerciales tendent à être réglés directement par l'intermédiaire de l'organisme officiel compétent.

Comme les banques canadiennes commercent entre elles uniquement par l'entremise des agents mentionnés précédemment, le montant et le prix de chaque transaction effectuée sur le marché interbancaire peuvent rapidement être communiqués à tous les établissements œuvrant sur ce marché, y compris la Banque du Canada. Les relevés détaillés ainsi dressés facilitent l'intervention des autorités, puisqu'ils leur permettent d'évaluer toute variation des taux de change en fonction d'un volume précis d'opérations enregistrées sur le marché. Au Canada, c'est la Banque du Canada qui réalise cette intervention au nom du ministre des Finances, en effectuant sur le marché interbancaire des achats et des ventes de dollars É.-U. pour le compte du Fonds des changes.

Sous le régime des taux de change flottants en vigueur au Canada, l'intervention des autorités vise à assurer un fonctionnement ordonné du marché des changes. Cette intervention vise entre autres à assurer la conclusion d'un volume raisonnable de transactions à un taux donné avant que ne s'établisse sur le marché un taux beaucoup plus élevé ou plus bas et à modérer dans l'ensemble l'ampleur des variations totales qui peuvent survenir dans le courant d'une journée ou d'un jour à l'autre. Lors de périodes particulièrement mouvementées sur le marché des changes, la Banque peut procéder à des achats ou à des ventes en vue de régulariser le taux de change. Le [illegible] des interventions effectuées en vue de réaliser ces objectifs a été relati[illegible] faible par rapport à l'ensemble des transactions en devises étrangères

national monetary system requires that each country's exchange rate should be reasonably stable at a level that is consistent with fundamental equilibrium and a structure of the country's balance of payments that is acceptable to itself and to others. What matters most to the international community is whether the level of a country's exchange rate is or is not appropriate in that sense, not whether it is fixed or floating. The nature of international interest in and surveillance of a particular country's exchange rate practices should thus be essentially similar whether a country's exchange rate is fixed or floating, and should be directed towards ensuring the least possible disruptive impact on other countries.

Si notre dollar flottant a, ce qui est naturel, assez fortement fluctué au cours des quatre dernières années, son comportement n'a perturbé ni l'économie canadienne ni celle d'autres pays. Notre commerce avec l'étranger s'est considérablement accru. De temps à autre, le niveau du taux de change a constitué un sujet de préoccupation, tout particulièrement dans certaines grandes industries exportatrices, mais le flottement du dollar n'a presque jamais été accusé d'entraver nos échanges avec l'étranger. Si les entreprises canadiennes ont su s'accommoder à merveille des taux de change flottants, c'est notamment parce que l'existence d'un bon marché de change à terme leur permet de se couvrir contre les risques de change au moins pour une période d'un an.

* * *

Dans cette causerie, je n'ai nullement tenté de prêcher les mérites que peuvent avoir les taux de change flottants dans tous les pays et en tous temps. On ne saurait tirer de l'expérience du Canada ni des circonstances propres à notre pays des conclusions valables pour d'autres pays. Pas plus d'ailleurs qu'il ne faille tirer de conclusions trop hâtives des leçons d'une courte année d'application des taux de change flottants dans le monde, particulièrement lorsqu'il s'agit d'une année marquée par une croissance exceptionnelle de la demande, de la production et du commerce. La situation aurait pu être tout autre si de nombreux pays avaient eu à faire face à des problèmes complètement différents, comme une limitation de la demande et une recrudescence du chômage.

Néanmoins, on ne devrait pas exagérer la portée des différences techniques entre les systèmes de taux de change fixes et flottants, ou laisser à entendre que les deux systèmes impliquent des principes, des problèmes, des inconvénients et des avantages essentiellement différents. Le bon fonctionnement du système monétaire international exige que le taux de change de la monnaie de chaque pays reste raisonnablement stable à un niveau compatible avec un équilibre fondamental et que la structure de la balance des paiements soit acceptable pour le pays lui-même ainsi que pour les autres. Ce qui compte le plus pour la communauté internationale est de savoir si le taux de change d'un pays répond à ces critères ou ne le fait pas, et non point qu'il soit fixe ou flottant. L'intérêt suscité sur le plan international par le système de taux de change d'un pays donné et la surveillance à laquelle il donne lieu devraient être de nature identique, que le taux de change du pays soit fixe ou flottant, et l'objectif devrait être de réduire le plus possible l'effet perturbateur sur l'économie des autres pays.

Recent developments in the Canadian economy

Canada - Economic conditions

The information that has become available in recent months, in particular the preliminary estimates of the National Accounts for the first quarter of 1974 released in early June, * indicates that economic activity in Canada maintained a vigorous rate of expansion during the winter. At the same time inflationary pressures were in strong evidence throughout the economy, with increasing signs of an acceleration in the underlying rate of increase of domestic costs and prices.

The intensification of the inflation problem in Canada over the past several quarters paralleled, and indeed to an important extent reflected, the world-wide escalation of prices.† Despite the pronounced slowing in economic activity experienced by many industrial countries in recent quarters, rates of inflation have tended to increase and only limited easing has been apparent in world commodity markets. The continued buoyancy of economic activity in Canada has contrasted sharply with the general weakness elsewhere. Thus before discussing in more detail recent developments in the Canadian economy, it may be useful to review briefly some of the background to the broad divergence in output paths between Canada and most other industrial countries as well as recent developments in commodity prices. As can be seen in Chart I, the difference is striking in relation to the U.S. economy and, given its importance to Canada, attention will be focussed mainly on the pattern of U.S. economic developments.

A major element in the recent variation among countries in rates of economic activity has been the uneven impact on the economies of oil importing nations of the shock stemming from the radical change in the world oil situation since October 1973. Initially the prime concern of oil importers was the physical availability of supplies. Supply uncertainties have receded in more recent months, but to the temporary economic dislocations caused by shortages have been added the adverse

*Besides the estimates for the first quarter of this year, the latest National Accounts release incorporates revisions from 1970. While the revisions affect all quarters back to the beginning of 1970, the economic profile for the last four years depicted in the National Accounts remains essentially unaltered.

†See "International inflation and the impact on Canada", Bank of Canada Review, December 1973.

Evolution récente de l'économie canadienne

Les données publiées ces derniers mois, notamment les premières estimations (parues début juin*) des comptes nationaux concernant le premier trimestre de 1974, révèlent que l'économie canadienne a continué d'enregistrer une vigoureuse expansion pendant l'hiver. Celle-ci s'est accompagnée de fortes tensions inflationnistes dans tous les secteurs de l'économie, la progression des coûts et des prix intérieurs montrant des signes croissants d'accélération.

L'aggravation du problème de l'inflation au cours des quelques derniers trimestres au Canada est allée de pair avec la flambée mondiale des prix †, et en est même dans une large mesure la conséquence. Malgré le ralentissement marqué de l'activité économique enregistré au cours des derniers trimestres par de nombreux pays industriels, l'inflation a eu tendance à s'amplifier et les cours internationaux des produits de base ne se sont que légèrement détendus. La vigueur persistante de l'économie canadienne se détache nettement sur le fond maussade qui semble de règle à l'étranger. Aussi, avant d'étudier plus en détail l'actualité économique dans le pays, pourrions-nous passer rapidement en revue certains des éléments qui expliquent la nette divergence d'évolution de l'appareil productif entre le Canada et la plupart des autres nations industrialisées, ainsi que les tendances récentes manifestées par les cours des matières premières. Le Graphique I fait ressortir la différence frappante entre la tenue de l'économie canadienne et le comportement de l'économie américaine; étant donné l'importance de ce dernier facteur pour le Canada, la plupart de nos remarques lui seront consacrées.

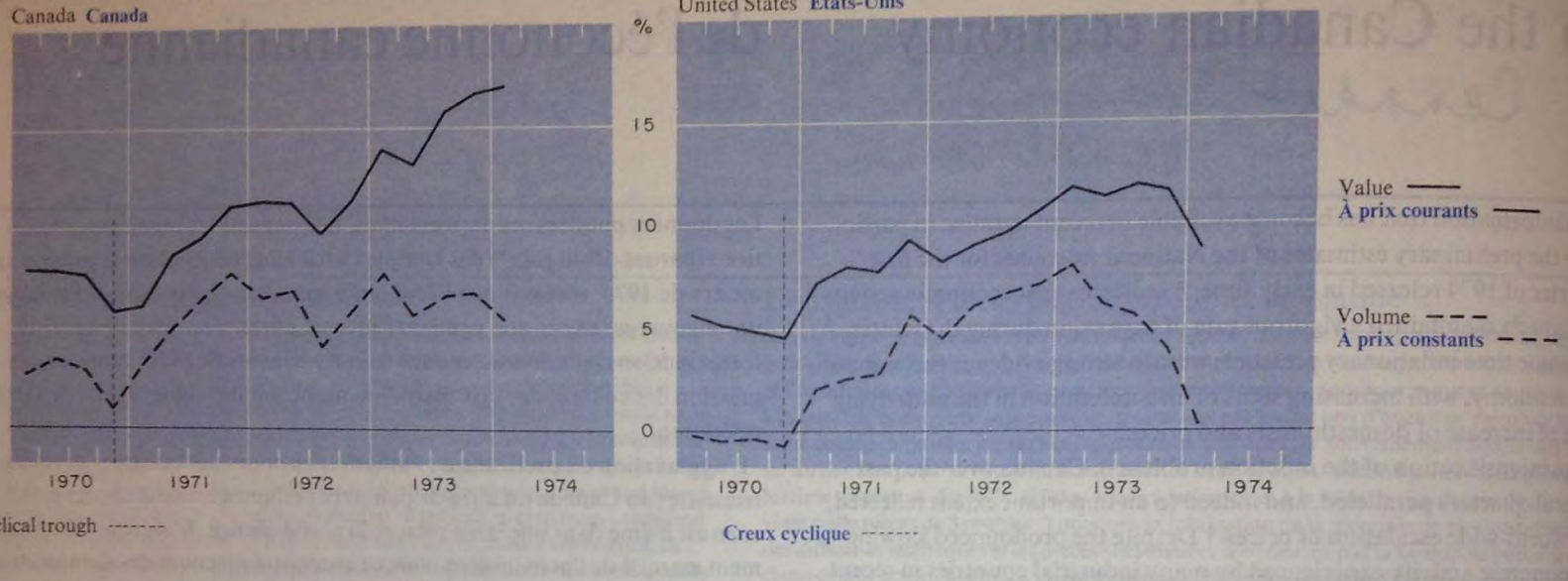
Les écarts observés ces derniers temps en ce qui concerne l'évolution conjoncturelle de divers pays s'expliquent principalement par le fait que le bouleversement de la situation pétrolière dans le monde depuis octobre 1973 a eu des effets très inégaux sur l'économie des nations importatrices. Au début, ces dernières s'inquiétaient surtout d'assurer leur approvisionnement. Ce souci s'est estompé ces derniers mois, mais aux perturbations écono-

*Le dernier bulletin consacré aux comptes nationaux fournit, outre les estimations relatives au premier trimestre de l'année, des chiffres révisés à partir du début de 1970. Ces révisions, bien qu'elles portent sur tous les trimestres, ne modifient pas sensiblement le profil économique des quatre dernières années présenté dans les comptes nationaux.

†Voir «L'inflation à l'étranger et ses répercussions au Canada», *Revue de la Banque du Canada*, décembre 1973.

Chart I Canada and the United States: GNP value and volume
Graphique I Canada et États-Unis: P.N.B. à prix courants et à prix constants

Percentage change, four quarters ending
Variations en %, périodes de quatre trimestres



demand and balance of payments effects of escalating prices for oil imports.

Differences in the impact of oil developments appear to have been a major factor explaining the diverging paths of Canadian and U.S. economic activity over the winter. For Canada, oil supplies were generally well maintained during the period when cutbacks in production and selective export embargoes were imposed by the main Arab oil-producing states. Accordingly, although Canadian output was adversely affected to some degree, notably in the automotive sector, by the repercussions of oil shortages elsewhere, oil supplies did not become a direct constraint on our capacity to produce. The generally adequate supply situation also meant that economic dislocations stemming from a disruption of established patterns of domestic demand were avoided. The relatively sharp rise in domestic prices of petroleum products, even though it has been cushioned in part by federal Government (and in some cases provincial) subsidies, has undoubtedly been affecting spending behaviour, but the economic impact has been much milder than if there had been shortages. Finally, with Canadian production of oil roughly equivalent to Canadian consumption, the net effect of escalating world

miques passagères dues aux pénuries sont venus s'ajouter les effets néfastes du vif renchérissement du pétrole importé sur la demande et sur la balance des paiements.

La divergence entre l'évolution de l'économie au Canada et aux États-Unis pendant l'hiver semble pouvoir être attribuée surtout au fait que la crise pétrolière n'a pas eu le même effet sur les deux pays. Chez nous, dans l'ensemble, les approvisionnements ont pu être maintenus alors que les principaux pays arabes fournisseurs de pétrole réduisaient la production et mettaient l'embargo sur les exportations destinées à certains pays. Aussi, bien que les répercussions des pénuries de pétrole à l'étranger aient affecté la production canadienne dans une certaine mesure, notamment dans le secteur de l'automobile, elles n'ont pas pesé directement sur notre capacité de production. Les approvisionnements ayant généralement pu être assurés de façon satisfaisante, le pays n'a pas souffert des perturbations économiques qu'aurait entraînées un bouleversement de la structure de la demande intérieure. La hausse relativement rapide du prix intérieur des produits pétroliers, même si elle a été partiellement amortie par des subventions des autorités fédérales (et, dans certains cas, provinciales), a sans aucun doute influé sur le comportement des consommateurs, mais dans une bien moindre me-

petroleum prices on our balance of international trade on oil account is relatively small.

In the United States, the impact of oil developments was much more severe in terms of both actual shortages and the indirect effects on demand of uncertainty over the future availability of supplies. The United States has become increasingly dependent on imported oil in recent years and was also one of the countries subject to the selective oil export embargo. The embargo was lifted in March, but in the meantime the United States was obliged to adjust oil demand to an abruptly curtailed supply. While the over-all impact on employment and incomes was limited through a major effort of conservation and the preferential allocation of oil to industrial users, the adjustment to the shortage was, nevertheless, accompanied by a sharp reduction in economic activity over the winter months. Demand fell off for energy-using goods, notably trucks and automobiles, and energy consumption was cut back. Industrial production declined for four months in succession beginning in November, before registering moderate gains in April and May of this year. The rise in the volume of GNP slowed to less than one half of one per cent (quarterly rate) in the fourth quarter of last year and there was a decline of about 1½ per cent in the first quarter of 1974, bringing the rate of growth for the four quarters ended in March to virtually zero. While any judgment as to how economic activity would have developed in the absence of an oil shortage is inevitably subject to a substantial margin of error, it nevertheless is clear that the abrupt downturn in U.S. economic activity was directly related to the oil deficiency. For the first quarter the decline in automotive production alone, as producers adjusted to the slump in sales that began in October, was virtually as large as the total drop in the volume of GNP.

What is more open to question is whether the impact of the energy crisis in the United States is a full explanation of the economic slowdown that has occurred. It would appear that tight capacity in a number of industries was a factor of some importance in limiting further growth in production after the first quarter of 1973. In addition, fiscal and monetary policies were shifted towards restraint during 1973 and some indications of a slackening in demand were apparent before the onset of the energy crisis. In fact, as can be seen in Chart III on page 9, the aggregate volume of consumer expenditure on durables and outlays on residential construction, the more cyclically sensitive components of household-related demand, began to decline after the first quarter of 1973.

sure que ne l'eût fait une situation de pénurie. Somme toute, la production nationale d'or noir équivalant approximativement à la consommation intérieure, l'escalade des prix internationaux du pétrole n'a eu que relativement peu d'effet sur le poste correspondant de notre balance commerciale.

Aux États-Unis, par contre, la crise énergétique a eu des conséquences bien plus dommageables, tant en raison des pénuries elles-mêmes que des effets indirects sur la demande dus à l'incertitude concernant l'approvisionnement à venir. Les États-Unis ont vu s'accroître, ces dernières années, leur dépendance vis-à-vis du pétrole importé et ont été l'un des pays visés par l'embargo sélectif sur le brut arabe. L'embargo a certes été levé en mars, mais les États-Unis ont dû, dans l'intervalle, adapter la demande à une offre subitement réduite. Un important programme d'économies et la préférence accordée aux utilisateurs industriels ont permis d'atténuer l'incidence globale de cette réduction de l'offre de pétrole sur l'emploi et les revenus; l'adaptation à la situation de pénurie s'est néanmoins traduite par une forte baisse de l'activité économique pendant l'hiver. On a constaté une chute de la demande de biens consommant du carburant, comme les véhicules utilitaires ou les voitures de tourisme, ainsi qu'une diminution de la consommation d'énergie. La production industrielle a baissé quatre mois de suite à partir de novembre 1973, avant de marquer une légère reprise en avril et en mai. Le P.N.B. à prix constants n'a progressé que de moins de ½% (taux trimestriel) au cours des trois derniers mois de 1973, avant d'accuser un fléchissement d'environ 1½% au premier trimestre de l'année en cours; aussi le taux de croissance correspondant aux quatre trimestres terminés en mars est-il devenu quasiment nul. Il est évidemment difficile de déterminer avec précision la façon dont l'économie aurait évolué en l'absence de la crise pétrolière; il n'en demeure pas moins que la pénurie pétrolière est directement à l'origine de la forte baisse de l'activité économique aux États-Unis. Au premier trimestre, le recul de la production d'automobiles, les constructeurs s'adaptant au déclin des ventes amorcé en octobre, équivalait presque à lui seul à la baisse totale du P.N.B. à prix constants.

On peut toutefois se demander si les répercussions de la crise énergétique aux États-Unis expliquent totalement le ralentissement économique observé. La faible marge de capacité inutilisée dans un certain nombre d'industries semble avoir contribué de façon non négligeable au plafonnement de la production après le premier trimestre de 1973. En outre, les politiques fiscale et monétaire sont devenues restrictives dans le courant de l'année, et une certaine atténuation de la demande était devenue perceptible avant le déclenchement de la crise de l'énergie. En fait, comme le montre le Graphique III à la page 9,

For many overseas industrial countries an easing of demand pressures, in a number of instances actively encouraged by a move to more restrictive policies, also appears to have been an important element in the slackening of economic activity since mid-1973. This trend was strongly reinforced by the changed oil situation. Although it appears that the direct effects of oil shortages on production were generally less pronounced than seemed likely at the start of the crisis, shifts in the structure of demand provoked by the uncertainties generated by the oil situation were clearly of major importance in dampening activity during the winter months. At the same time, demand policies tended to be tightened as countries attempted to come to grips with a further ratcheting up of inflation and with the balance of payments implications of the massive increases in payments for oil imports.

Despite the marked deceleration of economic activity in the industrial nations as a group since mid-1973, world commodity markets have remained very strong. Signs of an easing in the commodity boom emerged in the spring of this year (see Chart II). However when this article went to press in early July, the declines that had occurred were generally limited compared with the sharp upturns experienced earlier.

In the area of basic foods and feeds the picture was rather mixed. The very high prices for grains and soybeans registered in 1973 had brought forth a vigorous response from North American farmers in planting intentions for the 1974 harvests. With a sharp increase in U.S. acreage sown to winter wheat and a substantial expansion in prospect for spring plantings of grains and oilseeds generally in North America, there was some scaling down of market prices, particularly of wheat and soybeans in the spring. This development was also encouraged by favourable initial crop prospects elsewhere. More recently, however, prices have tended to firm as a result of developing uncertainties as to yields. In Canada, the importance of weather conditions was underlined by the setbacks to wheat planting schedules resulting from the late spring and extensive flooding in the Prairies. Cattle and hog prices in North America have declined significantly from peaks reached in the autumn of 1973 in response to the larger supplies coming on to the market and an apparent reduction in demand by consumers. However, for a number of other important commodities such as sugar, coffee and cocoa, strong upward trends were in evidence into May of this year.

World market prices for most industrial materials registered considerable buoyancy through the first part of 1974, in some cases establishing

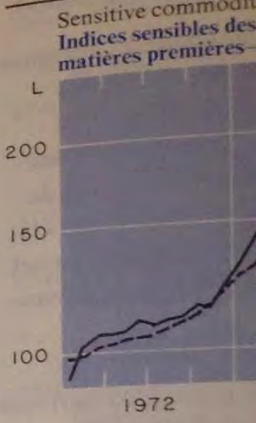
l'ensemble des dépenses consacrées à l'achat de biens durables et à la construction de logements, deux des composantes de la demande des ménages les plus sensibles à l'évolution conjoncturelle, a commencé à baisser dès le deuxième trimestre de 1973.

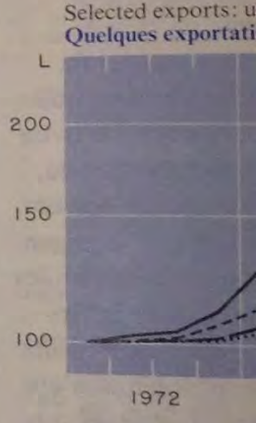
Dans nombre de pays industrialisés d'outre-mer, une atténuation de la demande, recherchée dans certains cas par un resserrement de la politique des pouvoirs publics, semble aussi avoir joué un rôle important dans le ralentissement de l'activité économique à partir du milieu de 1973, et cette tendance a été fortement amplifiée par l'évolution de la situation énergétique. On constate que les effets directs des pénuries de pétrole sur la production ont été de façon générale moins marqués qu'on ne le prévoyait au début de la crise; cependant, les modifications de la structure de la demande dues aux incertitudes créées par la situation pétrolière figurent manifestement parmi les principaux facteurs du ralentissement de l'économie durant l'hiver. Parallèlement, les pays ont eu tendance à adopter une politique d'orientation de la demande plus restrictive pour essayer de contrer la nouvelle aggravation de l'inflation et de régler les problèmes de balance des paiements engendrés par la forte majoration de la facture pétrolière.

Malgré la nette décélération de l'activité économique enregistrée depuis le milieu de l'année 1973 dans les pays industrialisés pris dans leur ensemble, les cours sur les marchés internationaux de matières premières sont restés très élevés. Des signes de détente se sont manifestés au printemps de 1974 (voir Graphique II). Toutefois, au moment où cet article était mis sous presse, début juillet, les baisses observées étaient généralement faibles par rapport aux vives hausses enregistrées précédemment.

Dans le domaine des produits de base pour l'alimentation humaine et animale, l'évolution n'a pas été uniforme. Les prix très élevés des céréales et du soja en 1973 avaient incité les agriculteurs d'Amérique du Nord à prévoir une forte progression des surfaces ensemencées en vue des récoltes de 1974. L'accroissement considérable des superficies plantées en blé d'hiver aux États-Unis et la perspective d'une augmentation sensible et généralisée des semailles de céréales et d'oléagineux au printemps en Amérique du Nord ont provoqué un certain recul des prix affichés, notamment dans le cas du blé et du soja au printemps. Cette évolution a été également favorisée par la perspective, au début, de bonnes récoltes dans les autres pays. Toutefois, les prix ont eu tendance à se raffermir par la suite, l'abondance des récoltes devenant moins certaine. Au Canada, les facteurs climatiques, à savoir la venue tardive du printemps et d'importantes inondations dans les Prairies, expliquent le retard pris sur le calendrier des semailles de blé. Les prix nord-

Chart II Comm
Graphique II Indices
Not seasonally adjusted.



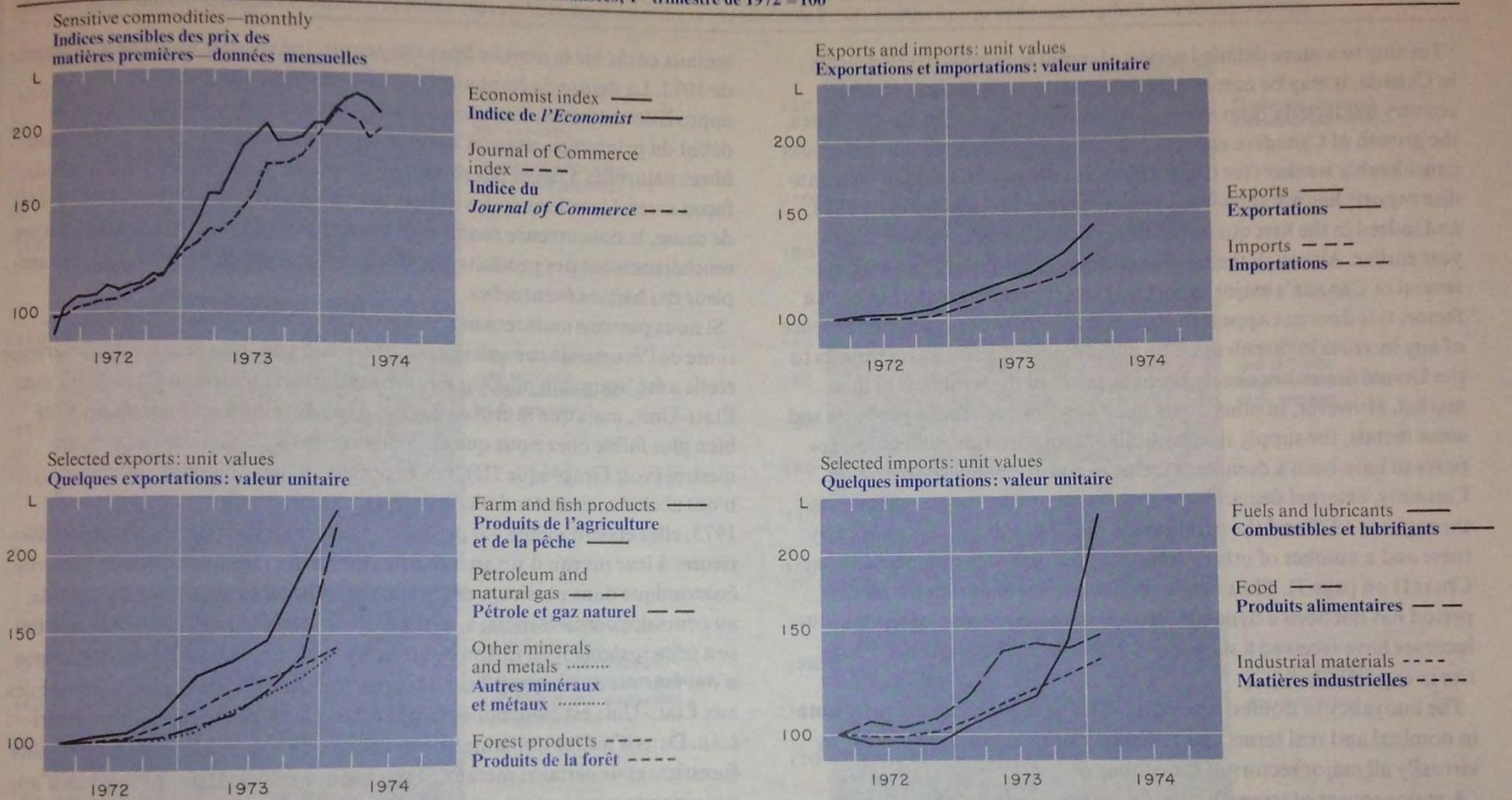


new peaks in recent
quoted in the open
With demand spurr
supplies, prices clim
before receding in N
from 1973 peaks, b
tuated by renewed
ing to limit the scop
fibres, given the ste

Chart II Commodity price indexes and indexes of import and export unit values

Graphique II Indices des prix des matières premières et indices de la valeur unitaire des importations et des exportations

Not seasonally adjusted, 1st quarter 1972 = 100 **Données non désaisonnalisées, 1er trimestre de 1972 = 100**



new peaks in recent months. Contrary to expectations, metal prices quoted in the open market acquired new strength in the autumn of 1973. With demand spurred by uncertainties over the availability of future supplies, prices climbed to new highs in the early spring of this year before receding in May and June. Prices of natural fibres have retreated from 1973 peaks, but in a somewhat erratic fashion with declines punctuated by renewed bursts of upward pressure. In any event, a factor tending to limit the scope for easing is the lessened competition from synthetic fibres, given the steep increase in the cost of petroleum feed-stocks.

américains des bovins et du porc ont nettement fléchi par rapport aux sommets atteints à l'automne de 1973, en raison de l'augmentation des quantités mises sur le marché et de la diminution apparente de la demande à la consommation. Cependant, dans le cas d'un certain nombre d'autres produits importants tels que le sucre, le café et le cacao, on pouvait encore constater une tendance prononcée à la hausse en mai dernier.

Les cours mondiaux de la plupart des matières industrielles ont été très soutenus au premier semestre de l'année, atteignant parfois des niveaux records ces derniers temps. Contrairement aux prévisions, les prix des

Turning to a more detailed review of recent economic developments in Canada, it may be noted that while real domestic demand in this country has latterly been much more buoyant than in the United States, the growth of Canadian export volumes in recent quarters has been considerably weaker (see Chart III). The volume of Canadian merchandise exports has not shown any clear tendency to rise since early 1973, and indeed in the first quarter of this year it was slightly lower than a year earlier. Although the marked softening of economic activity in several of Canada's major export markets in recent months has been a factor, this does not appear to have been the main reason for the absence of any increase in shipments. The sluggishness of automotive exports to the United States has clearly been the result of the weakness in that market. However, in other areas, such as wheat, oil, forest products and some metals, the supply side, including transportation difficulties, appears to have been a dominant factor in constraining export growth. Certainly, external demand was strong, judging by the steep increases throughout 1973 and the first months of 1974 in the prices received by these and a number of other Canadian products on world markets (see Chart II on page 7). Thus, while production for export in the recent period has not been a dynamic element in the expansion of output, incomes have received a substantial boost from the continued strong rise in export values.

The buoyancy or domestic demand in Canada in recent quarters, both in nominal and real terms, has reflected strong increases in outlays by virtually all major sectors of the economy.

A major source of strength was the continued vigour of outlays on residential construction and consumer durables. In contrast to the slowing experienced in the United States during the past year, the volume of expenditure in these sectors registered a further strong advance. As was noted earlier, the pattern of demand in Canada was not required to adapt to an oil shortage, and Canadian automobile demand was sustained at high levels throughout the winter and into the spring. Sharp price increases for cars imported from overseas countries, particularly from Germany and Japan whose currencies had undergone substantial appreciation, apparently has led to some shifting of demand from offshore models to North American makes. As can be seen in Chart IV housing starts continued to show considerable buoyancy, reaching record rates in the early months of 1974; outlays on residential construction established a new record in the first quarter. As might be

métaux cotés sur le marché libre ont acquis une vigueur nouvelle à l'automne de 1973. La demande étant alimentée par les incertitudes concernant les approvisionnements, les cours ont atteint des niveaux sans précédent au début du printemps, avant d'accuser un repli en mai et en juin. Le prix des fibres naturelles a fléchi par rapport aux sommets atteints en 1973, mais de façon assez désordonnée, les baisses alternant avec des reprises. En tout état de cause, la concurrence moins vive des fibres synthétiques, en raison du net renchérissement des produits pétroliers de base, est de nature à limiter l'ampleur des baisses éventuelles.

Si nous passons maintenant à une étude plus détaillée de l'évolution récente de l'économie canadienne, nous remarquons que la demande intérieure réelle a été beaucoup plus vigoureuse ces derniers temps au Canada qu'aux États-Unis, mais que la croissance des exportations à prix constants a été bien plus faible chez nous que chez nos voisins au cours des derniers trimestres (voir Graphique III). Les exportations canadiennes, en volume, n'ont accusé aucune tendance bien établie à la hausse depuis le début de 1973; elles étaient même, au premier trimestre de l'année, légèrement inférieures à leur niveau d'un an auparavant. Le net ralentissement de l'activité économique dans plusieurs des grands marchés d'exportation du Canada, au cours des derniers mois, a certes joué; toutefois, il ne semble pas que ce soit principalement en raison de ce facteur que nos expéditions à l'étranger n'ont marqué aucun progrès. La stagnation des exportations d'automobiles aux États-Unis est évidemment imputable à la faiblesse du marché américain. Dans d'autres domaines, comme ceux du blé, du pétrole, des produits forestiers et de certains métaux, il semble que ce soient des problèmes d'approvisionnement, entre autres des difficultés de transport, qui auraient surtout freiné la croissance des exportations. La demande extérieure a certes été vigoureuse, à en juger par les fortes augmentations du prix mondial des articles en question et d'un certain nombre d'autres produits canadiens tout au long de 1973 et des premiers mois de 1974 (voir Graphique II, page 7). Aussi, bien que la demande extérieure n'ait pas contribué à l'accroissement de la production ces derniers temps, la progression ininterrompue de la valeur des exportations a-t-elle fortement contribué à la croissance des revenus.

La vigueur, tant en chiffres nominaux que réels, de la demande intérieure au cours des derniers trimestres correspond à une forte augmentation des capitaux engagés dans presque tous les grands secteurs de l'économie.

Mentionnons le rôle important joué par les dépenses au titre de la construction de logements et de l'achat de biens durables, qui ont continué d'être

Chart III Canada a
Graphique III Canada e

Seasonally adjusted, indexes 4
Données désaisonnalisées; indi

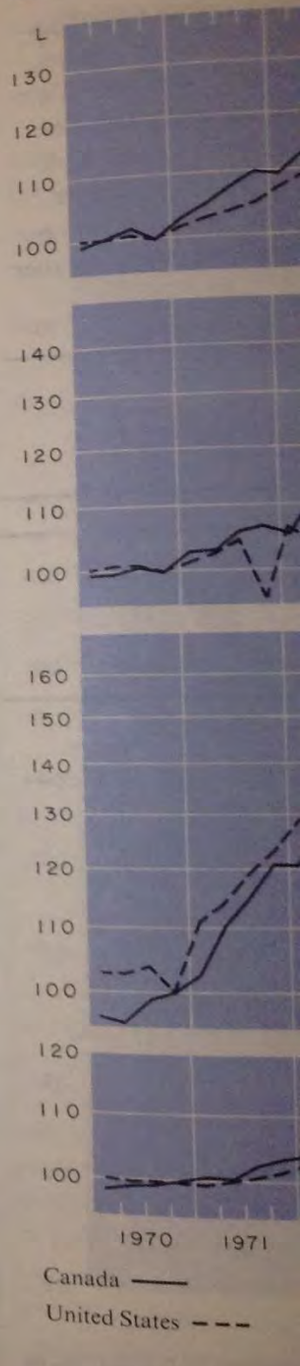
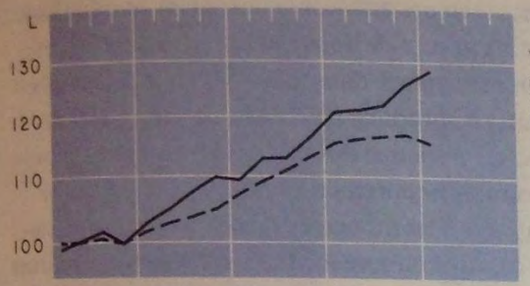


Chart III Canada and the United States: Selected economic indicators

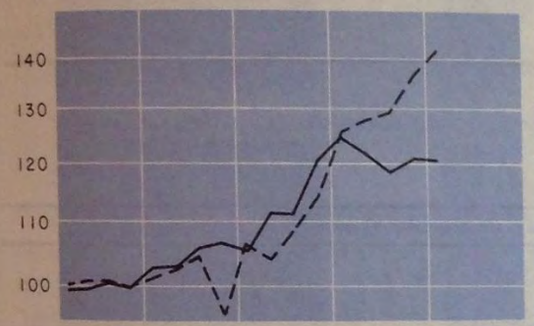
Graphique III Canada et États-Unis: Quelques indicateurs économiques

Seasonally adjusted, indexes 4th quarter 1970 = 100 unless otherwise indicated, GNP components derived from constant dollar data

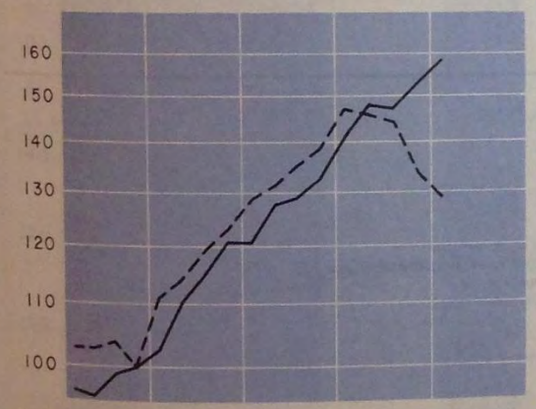
Données désaisonnalisées; indices (4e trimestre de 1970 = 100) sauf indication contraire; composantes du P.N.B. établies à partir de données exprimées en dollars constants



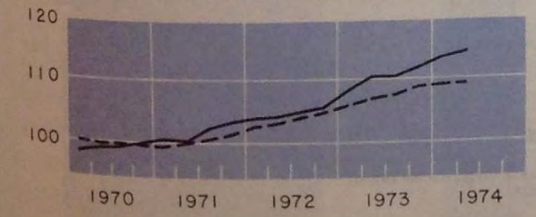
Total demand
(sum of domestic demand and exports)
Demande totale (demande intérieure plus exportations)



Exports of goods and services
Exportations de biens et de services



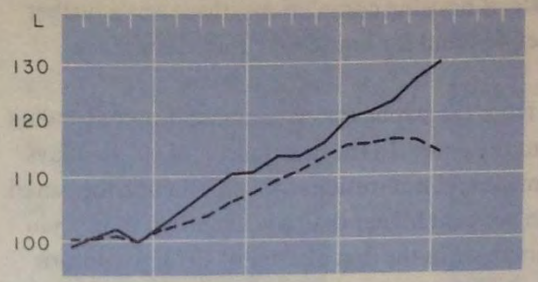
Consumer expenditure on durables and residential construction
Dépenses des ménages en biens durables et en construction de logements



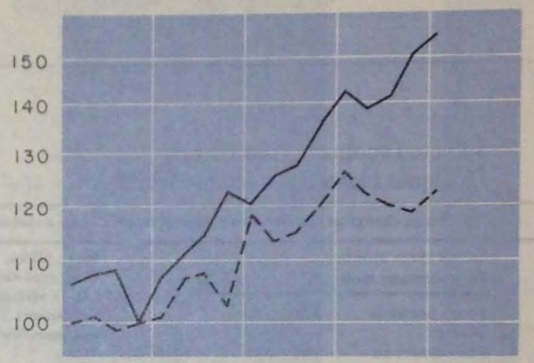
Employment
Emploi

Canada ——

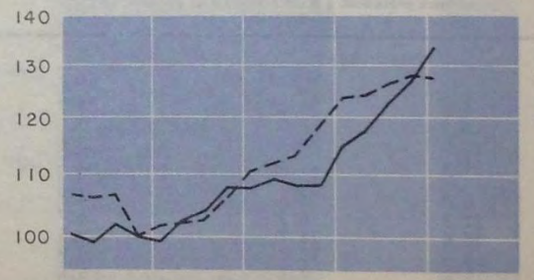
United States – – –



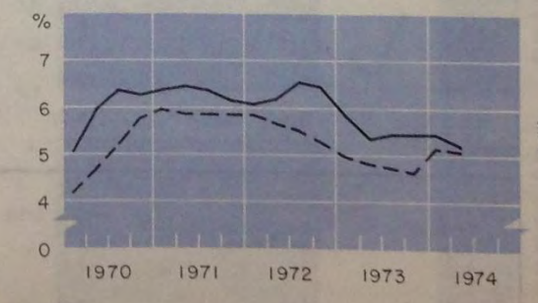
Domestic demand
Demande intérieure



Imports of goods and services
Importations de biens et de services



Business fixed investment
Investissements fixes des entreprises



Unemployment rate
Taux de chômage

Canada ——

États-Unis – – –

expected from the high rate of housing completions, there was a further strengthening of consumer demand for household durables and furnishings.

Stimulus has also come from the strong upward momentum of spending by business for investment purposes. In the first quarter of 1974 outlays on machinery and equipment and non-residential construction measured at constant prices were 16 per cent higher than a year earlier, more than double the year-to-year increase in the first quarter of 1973. An upturn

élevées. Si, aux États-Unis, ces secteurs ont accusé l'an passé un ralentissement, au Canada, par contre, ils se sont de nouveau inscrits en net progrès. Comme nous l'avons déjà fait remarquer, dans notre pays la demande n'a pas eu à s'adapter à une pénurie de produits pétroliers, de sorte que la demande d'automobiles y est restée soutenue durant l'hiver et au printemps. Le vif renchérissement des voitures importées d'outre-mer, en particulier d'Allemagne et du Japon, pays dont les monnaies se sont nettement réévaluées, semble avoir dans une certaine mesure incité les acheteurs à se tourner

Selected economic indicators
Quelques indicateurs économiques

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

	Latest three months / Trois derniers mois		Same period 1973 from year earlier / Même période de 1973 par rapport à la période correspondante de 1972
	From previous quarter / Par rapport au trimestre précédent	From year earlier / Par rapport à la période correspondante de l'année précédente	
GNE AGGREGATES			
Gross national expenditure	6.8	5.4	7.8
Personal expenditures	10.1	6.0	9.7
(durables)	17.0	7.9	22.1
Residential construction	14.6	23.8	5.1
Government expenditures on goods and services	6.0	6.3	4.8
Non-residential fixed investment	22.3	16.3	6.7
(Machinery and equipment)	26.6	18.7	9.6
(Non-residential construction)	16.3	13.0	2.9
Final domestic demand	11.2	8.2	8.1
Exports of goods and services	-0.8	-3.1	18.2
(goods)	-3.4	-3.5	19.0
Toal demand	8.1	6.0	10.4
Imports of goods and services	11.2	8.4	18.5
(goods)	12.7	11.0	21.2
OTHER INDICATORS			
Non-farm real GDP (April)	7.3	4.8	8.5
Industrial production (April)	5.6	4.5	9.6
Civilian labour force (June)	1.5	3.4	5.0
Total employment (June)	2.5	3.6	5.9
Non-farm employment (June)	3.3	3.8	6.3

Note: GNE aggregates at constant (1961) prices, latest data 1Q 1974; other indicators three months ending with the month shown in brackets.

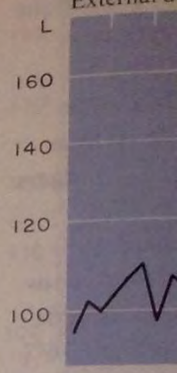
COMPOSANTES DE LA D.N.B.		
Dépense nationale brute		
Dépenses des ménages		
(dont : en biens durables)		
Construction de logements		
Dépenses publiques en biens et en services		
Investissements fixes des entreprises, logements exclus		
(dont : en machines et en équipement)		
(dont : en construction non résidentielle)		
Demande intérieure finale		
Exportations de biens et de services		
(dont : de biens)		
Demande globale		
Importations de biens et de services		
(dont : de biens)		
AUTRES INDICATEURS		
Produit intérieur brut réel, agriculture exclue (avril)		
Production industrielle (avril)		
Population active civile (juin)		
Emploi (juin)		
Emploi, agriculture exclue (juin)		

Nota : Les composantes de la D.N.B. sont exprimées en dollars de 1961 ; les données les plus récentes sont celles du 1er trimestre de 1974. En ce qui concerne les autres indicateurs, les périodes de trois mois se terminent avec le mois indiqué entre parenthèses.

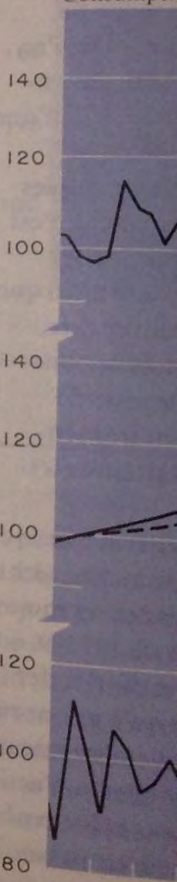
Chart IV
Graphique IV

Seasonally adju
Données désaiso

External d



Consumpti



Fourth quarter of 1973

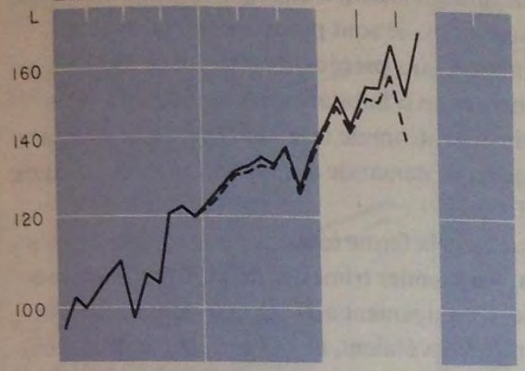
ralentisse-
et progrès.
nande n'a
que la de-
printemps.
articulier
nent rééva-
s à se tourner

us récentes sont celles du
e terminent avec le mois

Chart IV Selected indicators of demand
Graphique IV Quelques indicateurs de la demande

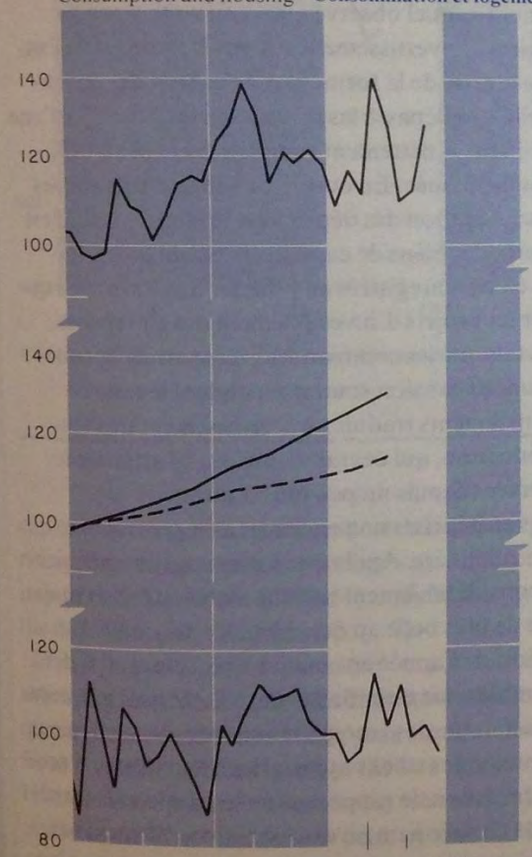
Seasonally adjusted, indexes 1st quarter 1972 = 100 unless otherwise indicated
Données désaisonnalisées; indices (1er trimestre de 1972 = 100) sauf indication contraire

External demand **Demande extérieure**



Merchandise exports
(current dollars)
Exportations de marchandises (à prix courants)
Total ——
Globales ——
Total excluding crude petroleum – – –
Globales, pétrole brut exclu – – –

Consumption and housing **Consommation et logement**



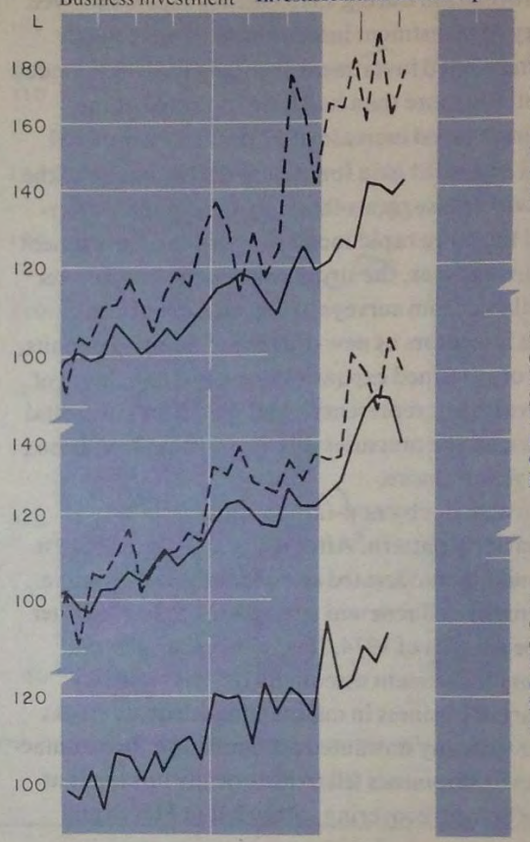
New passenger car sales (units)
Nombre de voitures de tourisme neuves vendues

Consumer expenditures (excluding new passenger cars)
Current dollars ——
Constant dollars – – –
Dépenses des ménages (voitures de tourisme neuves exclues)
À prix courants ——
À prix constants – – –

Total housing starts (units)
Nombre de logements mis en chantier

Fourth quarter of 1973 and first half of 1974 are represented by white areas.

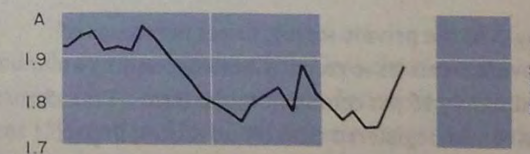
Business investment **Investissements des entreprises**



Machinery and equipment (current dollars)
New orders – – –
Shipments ——
Machines et équipement (à prix courants)
Commandes – – –
Expéditions ——

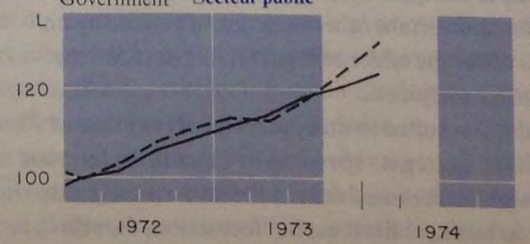
Construction materials (current dollars)
New orders – – –
Shipments ——
Matériaux de construction (à prix courants)
Commandes – – –
Expéditions ——

Imports of producers' equipment (constant dollars)
Importations de biens d'équipement pour les industries de production (à prix constants)



Ratio of manufacturers stocks to shipments
Rapport entre les stocks des fabricants et les expéditions

Government **Secteur public**



Outlays on goods and services (current dollars)
Federal Government – – –
Other levels of government ——
Dépenses en biens et en services (à prix courants)
Gouvernement canadien – – –
Autres administrations publiques ——

Sur fond blanc, le dernier trimestre de 1973 et le premier semestre de 1974.

in business fixed capital formation during 1973 had been foreshadowed in the results of the survey of investment intentions undertaken early in that year. In fact, business fixed investment spending in 1973 exceeded the 1972 level by substantially more than had been indicated at the beginning of the year – the realized increase of 17 per cent in nominal terms comparing with a 13 per cent gain forecast at the beginning of the year. Furthermore, the evidence suggests that only part of the acceleration in outlays reflected the more rapid increase in prices of investment goods in 1973. For the current year, the strong start in the first quarter and the information available from surveys of business investment intentions as well as such indicators as new orders and building permits, point clearly to a profile of sustained expansion through the balance of the year. The surge of investment represents a major addition to capital stock that should help to ease the pressures on capacity that have been experienced for the past year or more.

The accumulation of inventories by non-farm business typically exhibits a rather erratic quarterly pattern. After rising sharply in the first quarter of 1973, stock-building moderated considerably in the middle quarters of the year but registered renewed strength in the final quarter of 1973 and the first three months of 1974. It would appear that the recent step-up in inventory investment essentially reflects relatively greater success on the part of business in maintaining adequate stocks relative to activity rather than any unwanted accumulation. In manufacturing, the ratio of stocks to shipments fell to historically low levels at the beginning of the year before recovering somewhat in March and April.

In addition to the strength in the private sector, direct purchases of goods and services by governments have recently been expanding at an annual rate of approximately 15 per cent in nominal terms. Transfer and subsidy payments have also registered sizeable advances, in part because of measures taken to mitigate the impact on consumer budgets of the rise in the cost of oil and certain other basic items and partly on account of steps taken to offset the effect of higher living costs on the purchasing power of transfer recipients.

The pressure of demand has resulted in an appreciably faster rate of increase for imports than for aggregate spending in Canada. In terms of volume, substantial strength has been evident in the investment goods area, reflecting the surge in business fixed capital formation, the relatively high import content of this type of expenditure, and pressure on

davantage vers les modèles nord-américains. Comme le révèle le Graphique IV, les mises en chantier de logements se sont poursuivies à un rythme rapide, atteignant même un niveau sans précédent au début de 1974; les dépenses consacrées à la construction d'habitations se sont établies à un volume record au premier trimestre. Comme le laissait prévoir le rythme élevé d'achèvement de logements, la demande d'appareils électro-ménagers et de meubles s'est encore affermie.

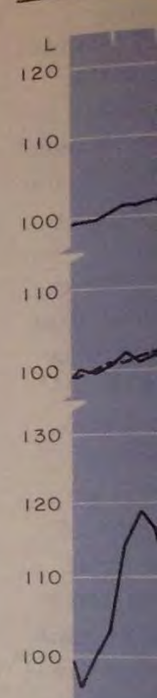
Un autre élément dynamique a été la ferme tendance à la hausse des investissements des entreprises. Au premier trimestre de 1974, les fonds consacrés à l'achat de machines et d'équipement ainsi qu'à la construction de bâtiments industriels et commerciaux étaient, en dollars constants, de 16% supérieurs à leur niveau d'un an auparavant; cette hausse représente plus du double du taux d'accroissement annuel observé au premier trimestre de 1973. Le sondage sur les projets d'investissement entrepris au début de l'an dernier laissait entrevoir une reprise de la formation de capital fixe des entreprises en 1973. De fait, celle-ci a dépassé les investissements de 1972 d'une marge – 17% en termes nominaux – nettement supérieure à celle de 13% qui avait été prévue au début de l'année. En outre, les données disponibles permettent de penser que l'accélération des dépenses d'investissement n'est due qu'en partie à celle des prix des biens de capital. En ce qui concerne l'année en cours, les chiffres élevés enregistrés au premier trimestre ainsi que les résultats des sondages sur les projets d'investissement des entreprises, sans compter les indicateurs tels que les commandes et les permis de construction, laissent pressentir une expansion soutenue pendant le reste de l'année. La hausse des investissements traduit un accroissement très sensible du parc de biens de production, qui devrait contribuer à atténuer les contraintes de capacité observées depuis un peu plus d'un an.

La formation des stocks des entreprises non agricoles a en général une évolution trimestrielle assez irrégulière. Après une forte hausse au premier trimestre de 1973, elle s'est considérablement ralentie au cours des six mois suivants, avant de reprendre de plus belle au dernier trimestre de 1973 et pendant les trois premiers mois de l'année en cours. La récente reprise des investissements en stocks semble tenir essentiellement, plutôt qu'à une accumulation non préméditée, au fait que les entreprises ont relativement mieux réussi qu'auparavant à maintenir des stocks appropriés à leur niveau d'activité. Dans le secteur de la fabrication, le rapport entre les stocks et les expéditions est tombé au début de l'année à un niveau exceptionnellement bas, avant de remonter quelque peu en mars et en avril.

À la fermeté enregistrée dans le secteur privé s'est ajoutée la vigueur de la

Chart V
Graphique

Seasonally ad

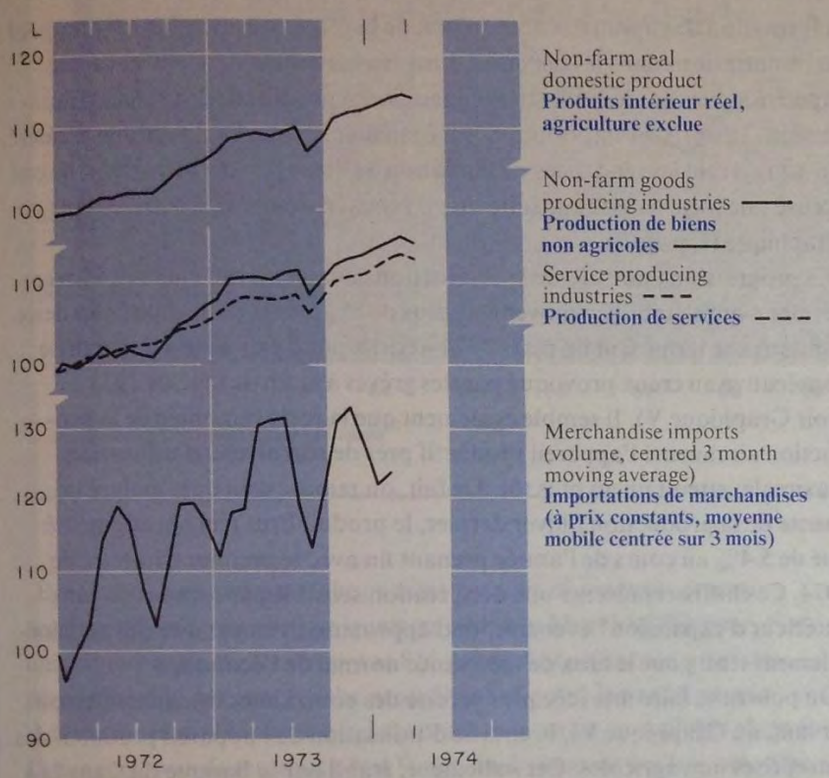


Fourth quarter

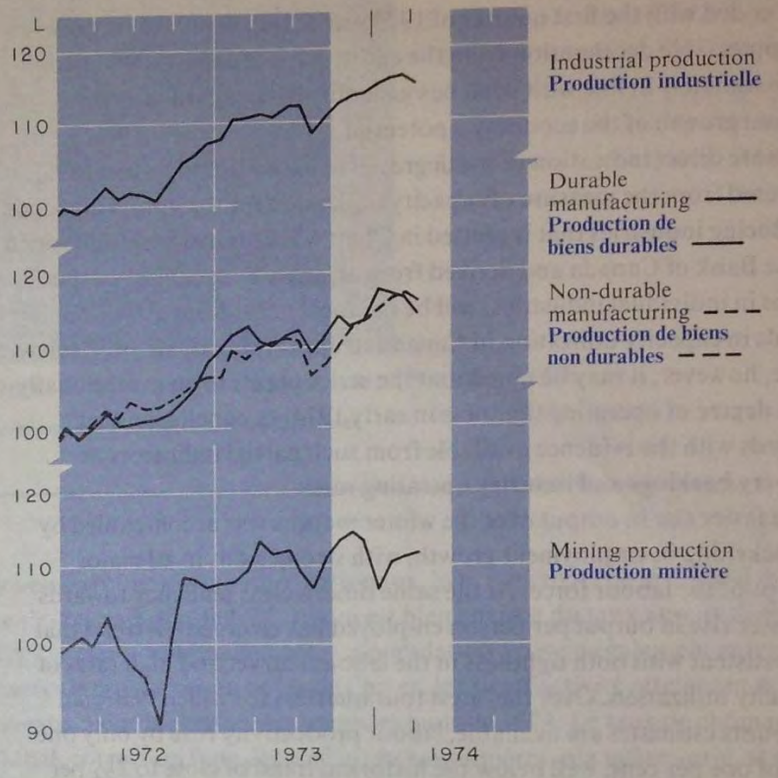
capacity in
rising at an
import cost
the cost of
In part, th
averaging
quarters en
from the st
It would als
economy b
earlier. Ind
output ove

Chart V Major supply indicators
Graphique V Principaux indicateurs de l'offre

Seasonally adjusted, 1st quarter 1972 = 100 **Données désaisonnalisées, 1er trimestre de 1972 = 100**



Fourth quarter 1973 and first half of 1974 are represented by white areas.



Sur fond blanc, le dernier trimestre de 1973 et le premier semestre de 1974.

capacity in our capital goods industries. Import prices have also been rising at an accelerating rate in line with inflation trends abroad; latterly, import costs have been pushed sharply higher by the steep increase in the cost of oil (see Chart II on page 7).

In part, the large rise in Canadian output over the winter months – averaging more than 8 per cent at an annual rate for the two calendar quarters ended in March of this year – reflected a recovery of output from the strike-affected levels of the late summer of 1973 (see Chart V). It would also appear that the strong rebound in production pushed the economy back into the zone of peak operating rates reached a year earlier. Indeed, it should be noted that notwithstanding the surge in output over the winter, the rise in real Gross National Product over the

demande du secteur public, dont les achats directs de biens et de services ont accusé ces derniers temps un taux de croissance nominale d'approximativement 15% par an. De même, les paiements de transfert et les subventions ont nettement progressé, tant à cause des mesures prises pour atténuer l'impact du renchérissement du pétrole et de certains autres articles de première nécessité sur le budget des consommateurs qu'en raison des dispositions adoptées afin de protéger le pouvoir d'achat des bénéficiaires de paiements de transfert contre la hausse du coût de la vie.

La pression exercée par la demande a eu pour conséquence que le taux de croissance des importations a été sensiblement supérieur à celui de la dépense globale. La vigueur des importations, à prix constants, s'est affirmée dans le domaine des biens d'investissement, en raison de l'accroissement de

year ended with the first quarter of 1974 was 5.4 per cent. This represents an appreciable deceleration from the earlier pace of expansion* and is approximately in line with what has generally been regarded as the normal growth of the economy's potential.

A more direct indication of the degree of capacity tightness can be gathered from the measure of capacity utilization for the non-farm goods producing industries that is plotted in Chart VI. This measure, developed in the Bank of Canada and derived from an analysis of capital-output ratios in individual industries, will be the focal point of an article on trends in capacity utilization in Canada to appear shortly in this Review. Here, however, it may be noted that the series points to an exceptionally high degree of operating tightness in early 1974 – a conclusion that accords with the evidence available from such partial indicators as delivery backlogs and industry operating rates.

The faster rise in output over the winter months was accompanied by a quickening in employment growth, with strong gains in all major groups of the labour force. At the same time, a clear tendency towards a slower rise in output per person employed has emerged – a trend that is consistent with both tightness in the labour market and high rates of capacity utilization. Over the latest four quarters for which National Accounts estimates are available, labour productivity rose by only one half of one per cent, well below the historical trend of close to 2½ per cent annually. Labour force growth was also strong over the winter, with the participation rate establishing new records in the first months of 1974. The over-all unemployment rate registered little change on a seasonally adjusted basis, fluctuating in a range close to 5½ per cent over the eight months ended in May. In June it fell appreciably to 4.9 per cent, mainly under the impact of a decline in the number of persons reported as being in the labour force. This reduction in the labour force, the first on a seasonally adjusted basis since the summer of 1973, was mainly the result of a markedly smaller increase than in recent years in the number of young persons entering the labour force; in particular, the number of full-time students reported as participating in the labour force in June was considerably less than twelve months earlier. Other labour market measures, such as job vacancies and help wanted advertising, have continued to indicate a tighter situation than is suggested by recorded rates of unemployment over the past several months.

*Over the nine quarters from the cyclical low point at the end of 1970 to the first quarter of 1973, growth in the economy averaged 7¼ per cent at an annual rate.

la formation de capital des entreprises, de la place considérable qu'occupent les importations dans les dépenses d'investissement et des contraintes de capacité subies par les industries canadiennes productrices de biens d'équipement. Les prix à l'importation ont également grimpé à un rythme accéléré, suivant en cela les tendances de l'inflation à l'étranger; dernièrement, ils ont accusé une forte hausse par suite du vif renchérissement du pétrole (voir Graphique II, page 7).

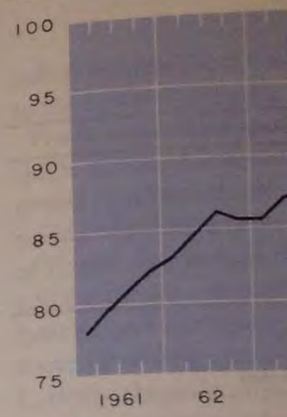
La progression marquée de la production canadienne au cours de l'hiver dernier – qui s'établit en moyenne à plus de 8% à taux annuel pour les deux trimestres se terminant fin mars 1974 – correspond en partie à une reprise consécutive au creux provoqué par des grèves à la fin de l'été de 1973 (voir Graphique V). Il semble également que la forte remontée de la production ait ramené l'appareil productif près de son niveau d'utilisation maximale, atteint un an plus tôt. De fait, on remarquera que, malgré la hausse de la production l'hiver dernier, le produit brut réel n'a augmenté que de 5.4% au cours de l'année prenant fin avec le premier trimestre de 1974. Ce chiffre représente une décélération sensible par rapport au taux antérieur d'expansion* et correspond approximativement à ce qui est généralement tenu pour le taux de croissance normal de l'économie.

On pourra se faire une idée plus précise des contraintes de capacité en observant, au Graphique VI, la courbe d'utilisation de l'appareil productif des entreprises non agricoles. Cet indicateur, établi par la Banque du Canada à partir de l'analyse du coefficient capital/production de diverses industries, sera au cœur d'un article sur les tendances en matière d'utilisation de l'appareil productif au Canada, qui sera publié sous peu dans cette Revue. On remarquera que, selon les statistiques, le niveau d'utilisation de l'appareil productif a été particulièrement élevé au début de 1974 – conclusion qui concorde avec les renseignements que donnent des indicateurs incomplets comme les commandes non satisfaites et le rythme de fonctionnement des industries.

L'augmentation plus vive de la production l'hiver dernier est allée de pair avec une accélération de la croissance de l'emploi, qui a largement profité à toutes les grandes catégories de la population active. Parallèlement, on a pu constater une tendance manifeste à une hausse moins rapide de la production par personne employée, tendance conforme tant à la situation serrée sur le marché du travail qu'aux taux élevés d'utilisation de l'appareil productif. Sur l'ensemble des quatre derniers trimestres pour lesquels on dispose

*Au cours des neuf trimestres s'étendant du creux cyclique de fin 1970 au premier trimestre de 1973, l'économie a enregistré un taux annuel moyen de croissance de 7¼%.

Chart VI Rate of c
Graphique VI Taux d'u

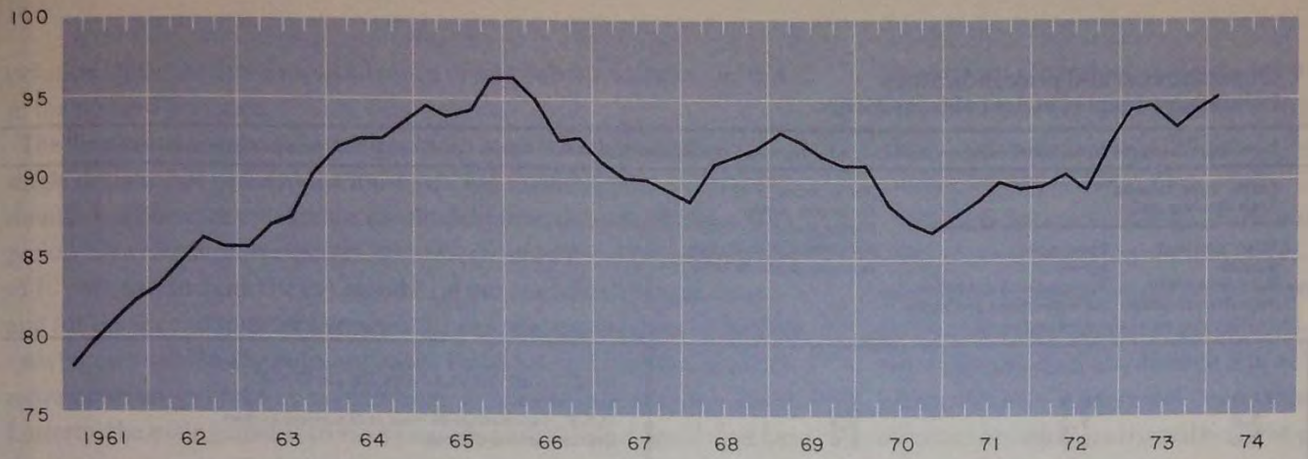


Source: Research Department, Ba

Both labour income a
accelerated rate over th
unit labour costs the in
pared with 5¾ per cen
that the more rapid inc
18 per cent, was due as
the pickup in employm
sharp advance in the a
collective bargaining a
months. In the first qu
provided for base rate
over the lives of the co
points higher than the
Furthermore, cost-of-
the negotiated base ra
past year. Another rec
creases granted outsid
impact of inflation on

Despite rising costs,
very high levels. Corp
period at approximat
even when allowance
ventory turnover in a

Chart VI Rate of capacity utilization: Non-farm goods producing industries
Graphique VI Taux d'utilisation de la capacité: industries productrices de biens non agricoles



Source: Research Department, Bank of Canada

Source: Département des recherches, Banque du Canada

Both labour income and labour costs per unit of output rose at an accelerated rate over the two quarters ended in March of this year. For unit labour costs the increase was 8¾ per cent at an annual rate compared with 5¾ per cent for the preceding half year. It would appear that the more rapid increase in labour income, at an annual rate close to 18 per cent, was due as much to a faster rise in income per worker as to the pickup in employment growth – a development foreshadowed in the sharp advance in the average size of wage settlements under major collective bargaining agreements that has been evident for several months. In the first quarter of this year the settlements negotiated provided for base rate increases averaging close to 11 per cent annually over the lives of the contracts. This is a new peak, some two percentage points higher than the average for settlements negotiated a year earlier Furthermore, cost-of-living clauses providing for increases additional to the negotiated base rate have become much more prevalent over the past year. Another recent development has been a flurry of special increases granted outside existing contracts, specifically to mitigate the impact of inflation on real earnings.

Despite rising costs, farm incomes on a net accrual basis remained at very high levels. Corporate profits continued to rise in the most recent period at approximately the same strong pace as in preceding quarters even when allowance is made for the special boost resulting from inventory turnover in a period of rapidly rising prices. A substantial part

des estimations des comptes nationaux, la productivité de la main-d'œuvre ne s'est accrue que de ½%, ce qui est bien en deçà du taux annuel de près de 2½% observé habituellement. La population active a également enregistré une forte croissance au cours de l'hiver, le taux d'activité atteignant des niveaux records pendant les premiers mois de 1974. Le taux de chômage global, correction faite des variations saisonnières, n'a guère varié, se situant autour de 5½% au cours des huit mois se terminant fin mai. En juin, il est tombé à 4.9%, accusant une baisse sensible attribuable surtout à la diminution du nombre de personnes comptées dans la population active. Cette diminution, la première enregistrée en chiffres désaisonnalisés depuis l'été de 1973, résulte principalement d'une nette décélération du rythme d'arrivée des jeunes sur le marché du travail par rapport aux années précédentes; en particulier, le nombre d'étudiants à plein temps recensés dans la population active en juin était de beaucoup inférieur à celui d'il y a un an. D'autres baromètres du marché du travail, comme le nombre des postes vacants et celui des offres d'emploi, ont continué d'indiquer ces derniers mois une situation plus tendue que ne le laissent à penser les taux de chômage officiels.

Les revenus du travail et les coûts de main-d'œuvre par unité produite ont progressé à un rythme accéléré au cours des deux trimestres se terminant en mars de cette année. Pour ce qui est des coûts unitaires de main-d'œuvre, l'augmentation a été de 8¾% à taux annuel, contre 5¾% pendant le semestre précédent. Il semble que la progression accélérée des revenus du travail, de près de 18% à taux annuel, tienne autant à la hausse du revenu par travailleur

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 annuel, calculée à partir de données désaisonnalisées

	Latest three months / Trois derniers mois		Same period 1973 from year earlier / Même période de 1973 par rapport à la période correspondante de 1972
	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	13.3	10.9	5.6
GNE excluding exports of goods and services	5.0	5.5	5.4
Final domestic demand	8.6	8.0	4.9
CONSUMER PRICE INDEX (JUNE)			
Total	12.9	10.8	7.3
Food	14.9	17.4	14.7
Energy	21.4	18.2	5.6
All other	11.1	7.5	4.6
INDUSTRY SELLING PRICE INDEX (APRIL)			
Total	23.0	19.6	9.3
Foods and beverages	20.7	21.6	13.8
All other	26.5	18.9	7.9
AVERAGE WEEKLY EARNINGS (APRIL)			
Industrial composite	9.4	8.4	7.5
UNIT COSTS			
Labour costs per unit of output	10.5	7.5	4.6
Profits per unit of output (1)	9.9	13.6	8.9
Farm income	21.5	91.5	53.6
Labour costs, profits, and farm income per unit of output	10.4	10.8	6.4

INDICES DE DÉFLATION DE LA D.N.B.		
Indice global		
D.N.B., exportations de biens et de services exclues		
Demande intérieure finale		
INDICES DES PRIX À LA CONSOMMATION (JUIN)		
Indice global		
Produits alimentaires		
Produits énergétiques		
Tous autres produits		
INDICES DES PRIX DE VENTE DANS L'INDUSTRIE (AVRIL)		
Indice global		
Produits alimentaires et boissons		
Tous autres produits		
GAINS HEBDOMADAIRES MOYENS (AVRIL)		
Ensemble des industries		
COÛTS UNITAIRES		
Coût de la main-d'œuvre par unité produite		
Bénéfice par unité produite (1)		
Revenu agricole		
Coût de la main-d'œuvre, revenu et bénéfices agricoles par unité produite		

Note: For GNE deflators and unit costs latest data 1Q 1974; other indicators three months ending with the month shown in brackets.

(1) Profits net of inventory valuation adjustment plus capital consumption allowances.

Nota: Les données les plus récentes sont, pour les indices de déflation et les coûts unitaires, celles du 1er trimestre de 1974, pour les autres indicateurs, celles de la période de trois mois se terminant le mois indiqué entre parenthèses.

(1) Les données sont nettes et tiennent donc compte de l'ajustement de la valeur des stocks et des provisions pour consommation du capital.

of the strength of farm incomes and corporate profits over the past several quarters has reflected the continued sharp rise in the transaction prices for Canada's major commodity exports; as may be seen in Chart II on page 7, these prices registered further rapid advances through the first quarter of this year.

Earlier sharp increases in commodity prices have continued to work their way through the domestic price structure in recent months. At the same time, the oil situation has given rise to a major new source of

qu'à la reprise de la croissance de l'emploi – évolution que laissaient prévoir les augmentations très supérieures accordées en moyenne par les principales conventions collectives depuis quelques mois. Au premier trimestre de cette année, les contrats négociés prévoyaient des augmentations des taux de base de près de 11% en moyenne par an sur la durée de la convention. Cette progression constitue un nouveau record, d'environ 2% supérieur à l'augmentation moyenne accordée un an plus tôt. Qui plus est, les clauses d'indexation au coût de la vie prévoyant des augmentations en sus des nouveaux taux de

inflation while the more rapid advance of unit labour costs has added to the upward pressure.

The dimensions of the inflation problem cannot be captured by any single statistic but perhaps the most striking manifestation in recent months has been the emergence for the first time since the Korean war period of twelve month changes in the Consumer Price Index in excess of 10 per cent. In June the CPI stood 11.4 per cent above a year earlier and for the second quarter averaged 3.1 per cent higher than in the first quarter on a seasonally adjusted basis. Food prices have continued to move up strongly at the consumer level, as has the cost of energy items. Latterly, the main impetus to rising energy costs for consumers has been the sharp increase in fuel oil and gasoline prices stemming from the upward adjustment in May of prices in the rest of the country to levels reached earlier in Eastern Canada. Excluding food and energy components, which make up approximately one third of the total index basket, the CPI has risen less than 10 per cent over the past year. However, the rate of price increase for these other goods and services has also been accelerating, and in recent months has been averaging very close to two digits. Furthermore, prices at the wholesale and industry sales levels have continued to advance strongly, indicating considerable built-in inflationary pressure at the level of final demand for the period immediately ahead.

* * *

The recent pattern of economic developments in Canada and abroad indicates that the forces at work in the economy have been changing in two major respects. In the first place, the strong rebound in output during the winter from the strike-depressed levels of the summer of 1973 has, as noted above, apparently brought major sectors of the economy back to the zone of peak operating rates. In these circumstances there is little scope for an above-trend growth in output in the period immediately ahead. Certainly the partial information available in early July pointed to a considerably slower advance in economic activity in the second quarter than in the preceding six months. In fact there is some evidence that the expansion of output was slackening before the end of the first quarter of this year.

The other major change in economic conditions is the transition to a markedly less buoyant external environment. There can be little doubt that the slowing of economic activity in the major industrial countries abroad that occurred in the early months of this year was strongly

base se sont répandues au cours de l'année. Autre tendance récente, de nombreuses augmentations spéciales non prévues par les conventions en cours ont été accordées dans le but précis d'atténuer les effets de l'inflation sur les rémunérations réelles.

Malgré la hausse des coûts, les revenus agricoles nets en termes de comptabilité d'exercice sont restés très élevés. Les bénéfices des sociétés ont poursuivi leur ascension ces derniers temps à un rythme à peu près aussi rapide qu'au cours des trimestres précédents, même si l'on tient compte du gonflement exceptionnel attribuable à la réévaluation des stocks en période de vive hausse des prix. La fermeté des revenus agricoles et des bénéfices des sociétés au cours des derniers trimestres tient en grande partie à la vive et constante progression des prix obtenus pour les principaux produits d'exportation du Canada; le Graphique II, page 7 permet de constater la nouvelle augmentation enregistrée par ces prix au premier trimestre de cette année.

Les fortes majorations du prix des matières premières intervenues antérieurement ont continué de se répercuter, ces derniers mois, dans la structure des prix intérieurs. Simultanément, la situation pétrolière a donné naissance à un nouveau facteur important d'inflation, tandis que l'accélération des coûts unitaires de main-d'œuvre renforçait les tendances haussières.

Bien que nul chiffre ne puisse rendre compte à lui seul de toutes les dimensions du problème de l'inflation, ce qui en constitue peut-être le témoignage le plus frappant est l'apparition, pour la première fois depuis la guerre de Corée, de hausses sur douze mois de l'Indice des prix à la consommation supérieures à 10%. Ainsi, au mois de juin, l'I.P.C. se situait à 11.4% au-dessus de son niveau de juin 1973, sa moyenne pour le deuxième trimestre, correction faite des variations saisonnières, dépassant de 3.1% celle des trois premiers mois. Les produits alimentaires, tout comme les produits énergétiques, ont continué d'augmenter rapidement au détail. Dernièrement, le principal facteur du renchérissement de l'énergie pour les consommateurs a été la forte majoration des prix de l'huile à chauffage et de l'essence résultant de l'application en mai au reste du pays des prix atteints antérieurement dans l'Est du Canada. Si l'on fait abstraction des produits alimentaires et énergétiques, qui représentent approximativement un tiers des composantes de l'indice, l'I.P.C. s'est accru de moins de 10% d'une année à l'autre. Cependant, le rythme d'augmentation des prix des autres biens et des services s'est également accéléré et approche ces derniers mois de très près les deux chiffres. L'indice des prix de gros et l'indice des prix de vente dans l'industrie ont eux aussi poursuivi leur vive hausse, ce qui laisse prévoir pour bientôt une forte poussée inflationniste au niveau des prix de détail.

influenced by the oil situation. However, as was noted earlier, demand was slackening in a number of countries well before the end of 1973. Furthermore financial policies were, on balance, tightened earlier this year as mounting concern over inflation was compounded by major uncertainties as to the impact of oil payments on countries' international financial positions and, in a number of instances, by the emergence of what appeared to be an unsustainably large adverse shift in the balance of payments. In the light of these developments, it is questionable whether the recovery of demand will be very strong in the near term in either the United States or in overseas countries.

Such an outcome would imply a slower growth in export-related income in Canada after the sharp gains of the recent past. It also offers the prospect of a more pronounced easing of commodity price pressures but the risk is that any relief for the domestic price level from this quarter will be counter-balanced by the intensified upward pressures on the underlying structure of costs and prices in Canada.

* * *

Le profil de l'évolution économique récente au Canada et à l'étranger indique que les facteurs en présence se sont modifiés sous deux rapports importants. En premier lieu, la vive reprise de la production en hiver, après le creux dû aux grèves enregistré pendant l'été de 1973, semble avoir ramené, comme nous l'avons mentionné précédemment, d'importants secteurs de l'économie à un rythme de fonctionnement proche du plein rendement. Dans ces circonstances, il est peu probable que la production atteigne dans les mois qui viennent un rythme d'accroissement dépassant la moyenne. Les données incomplètes disponibles au début de juillet laissent effectivement entrevoir une nette décélération de l'activité au deuxième trimestre par rapport aux six mois précédents. D'ailleurs, certains signes donnent à penser que l'essor de la production avait commencé à s'atténuer dès avant la fin du premier trimestre de 1974.

L'autre élément nouveau, sur le plan conjoncturel, tient à l'apparition d'un contexte international beaucoup moins favorable. Il est incontestable que l'essoufflement observé au début de l'année dans les autres grands pays industrialisés est attribuable dans une large mesure aux problèmes pétroliers. Toutefois, comme nous l'avons déjà fait remarquer, une atténuation de la demande se faisait déjà sentir dans un certain nombre de pays bien avant la fin de 1973. En outre, on a assisté, dans l'ensemble, à un durcissement de la politique financière au début de 1974, le souci croissant causé par l'inflation étant renforcé, d'une part, par l'inquiétude eu égard aux effets éventuels du règlement des importations de pétrole sur la situation financière des pays vis-à-vis de l'étranger et, d'autre part, dans un certain nombre de cas, par l'apparition de ce qui semblait constituer une détérioration insoutenable de la balance des paiements. Tous ces éléments font douter de la vigueur de la reprise de la demande dans un proche avenir, tant aux États-Unis que dans les pays d'outre-mer.

Si tel était le cas, il se produirait un ralentissement de la croissance du revenu lié aux exportations, lequel avait enregistré une vive progression au Canada ces derniers temps. Un relâchement plus sensible de la pression des prix des matières premières serait également à prévoir; cependant, tout effet favorable d'une telle évolution sur les prix intérieurs risque d'être absorbé par un regain des pressions à la hausse sur la structure fondamentale des coûts et des prix au Canada.

Char

S2 Fiscal
S2 Charte
S4 Interes
S6 Govern
S7 Financi
S8 Nationa
S9 Selecte
S10 Labour
S12 Prices
S13 Income
S14 Externa
S15 Canadia

Symbols used in the
A arithmetic scal
L logarithmic sc

Highlights of the OECD Economic Outlook

Points saillants des dernières Perspectives économiques de l'O. C. D. E.

The Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD) publishes twice-yearly a review of economic trends and prospects in member countries. The OECD Economic Outlook is prepared by the Secretariat and published on the responsibility of the Secretary-General of the Organisation. The report always contains information that is relevant to Canada's economic prospects, and the current issue† is of particular interest in the light of the uncertain economic situation in OECD countries and the implications of the sharply higher prices for oil. The following article presents a few highlights from the report, focussing on those chapters that deal with the outlook for demand, output and prices, and for trade and current account balances of the OECD countries through the first half of 1975. Other chapters in this issue discuss various aspects of world inflation, in particular the various phases of the world commodity boom and the role of the relative prices of primary commodities in the current inflation, as well as detailed developments in the seven major countries. A special section of the report presents forecasts of oil imports by member countries in the short-term, assesses the effect of developments in the major oil exporting countries on the combined OECD area current balance to 1980 and discusses the implications of the oil situation for domestic monetary management.*

The latest *OECD Economic Outlook* begins its assessment of prospects for the area by pointing out that "the economic situation facing OECD countries today is more difficult than for many years past. Inflation has recently accelerated further and is now running at an unprecedented and alarming rate." Though inflation continues to be the most serious problem it is not by any means the only one. "The OECD area's balance of

L'Organisation de Coopération et de Développement Économiques (O.C.D.E.) publie deux fois par an une analyse des tendances et des perspectives économiques dans les pays membres. La publication Perspectives économiques de l'O.C.D.E., rédigée par le Secrétariat, paraît sous la responsabilité du Secrétaire général de l'Organisation. Chaque livraison de ce rapport fournit des renseignements utiles pour l'évaluation des perspectives économiques au Canada, mais la dernière† mérite une attention toute particulière en raison du climat d'incertitude qui règne dans les pays de l'O.C.D.E. et des conséquences que peut avoir l'escalade des prix pétroliers. Nous présentons dans cet article quelques-uns des passages les plus importants du rapport, notamment ceux qui sont consacrés aux perspectives d'évolution, jusqu'au milieu de l'année 1975, de la demande, de la production et des prix, ainsi que des balances commerciale et courante des pays membres de l'O.C.D.E. D'autres sections du document abordent différents aspects de l'inflation dans le monde, en particulier les diverses phases de l'envolée des cours des matières premières et le rôle des prix relatifs des produits de base dans l'inflation qui sévit actuellement. L'évolution dans les sept grands pays fait l'objet d'une analyse détaillée. Dans une partie spéciale du rapport, les auteurs présentent des prévisions à court terme concernant les importations de pétrole des pays membres, évaluent les incidences de l'évolution en cours dans les principaux pays exportateurs d'or noir sur la balance courante globale des pays de l'O.C.D.E. jusqu'en 1980 et étudient les conséquences de la situation pétrolière pour la politique monétaire des différents pays.*

Le dernier numéro de *Perspectives économiques de l'O.C.D.E.*, dans son évaluation des perspectives de la zone, commence par souligner que «la situation économique à laquelle se trouvent aujourd'hui confrontés les pays

*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. 15, July 1974; available in English and French versions from Information Canada; price $5.00 a copy.

*Les pays membres de l'O.C.D.E. sont la République Fédérale d'Allemagne, l'Australie, l'Autriche, la Belgique, le Canada, le Danemark, l'Espagne, les États-Unis, la Finlande, la France, la Grèce, l'Irlande, l'Islande, l'Italie, le Japon, le Luxembourg, la Nouvelle-Zélande, la Norvège, les Pays-Bas, le Portugal, le Royaume-Uni, la Suède, la Suisse et la Turquie.

†*Perspectives économiques de l'O.C.D.E.*, n° 15, juillet 1974; versions française et anglaise en vente à Information Canada à $5 l'exemplaire.

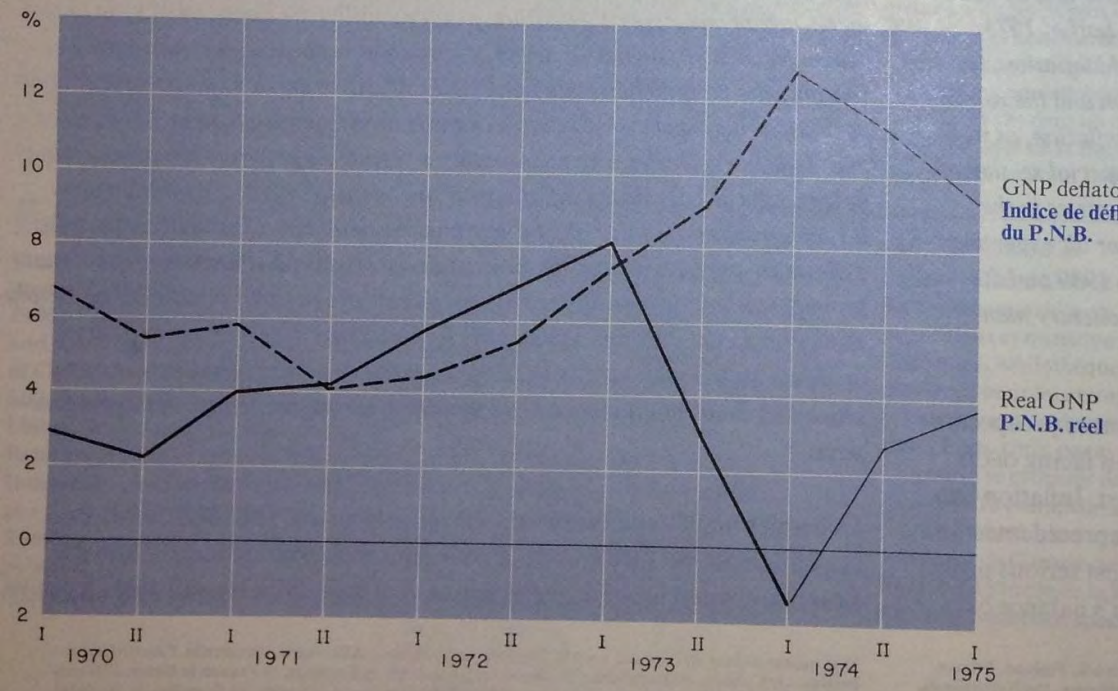
payments on current account has swung from its normal surplus to a position of very substantial deficit which may continue for several years and which at present is very unevenly distributed among the Member countries." Moreover, "the rate of expansion of real demand and output has been checked in the first half of this year, as indeed was necessary after the very rapid growth of the preceding period, but this development entails some dangers of the slowdown going too far."

The report points out that "the OECD area has just gone through the most exceptional deceleration of growth ever experienced." As may be seen in Chart I, the combined growth of real GNP for the major seven

de l'O.C.D.E. est plus difficile qu'elle ne l'a été depuis de nombreuses années. L'inflation s'est encore accélérée récemment et elle atteint à présent un taux sans précédent et alarmant.» Même si l'inflation constitue toujours pour eux le problème crucial, elle ne constitue qu'une difficulté parmi d'autres. «La balance des paiements courants de la zone de l'O.C.D.E., qui dégageait normalement un excédent, fait désormais apparaître un déficit très substantiel qui pourrait persister pendant plusieurs années et qui est actuellement très inégalement réparti entre les pays Membres.» De plus, «le rythme d'expansion de la demande et de la production réelles a été freiné au premier semestre de cette année, ce qui était certes nécessaire après la croissance

Chart I Output and prices: Major OECD countries*
Graphique I 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 prepared by the Bank of Canada

*Canada, États-Unis, Japon, France, Allemagne, Italie et Royaume-Uni.
Source: O.C.D.E.; graphique de la Banque du Canada

countries in the first half of 1973 was close to 8 per cent per annum but "the latest available indicators suggest that output fell in the first half of 1974, probably at an annual rate of 1 1/2 per cent, with most countries participating in the deceleration."

"Growth prospects are, for the moment, uncertain" but "a moderate recovery of 3 to 3 1/2 per cent is forecast over the next 12 months. The decline in total OECD output in the first half of this year was largely due to the marked fall in output in the United States, Japan and the United Kingdom, and the recovery projected for the second half of this year reflects to a great extent the reversal of these exceptional movements." The report stresses that though by normal standards such a low growth rate "would be regarded as a cause for concern, and some Member countries would be considering steps to avoid unemployment . . . the rate of inflation is so bad that a fairly prolonged cooling-off period is widely recognised to be necessary after last year's excessive demand pressure."

The Secretariat foresees "a continuation of inflation at very high rates as the price rises for oil and other commodities continue to permeate through OECD economies. Some reduction through the period can be hoped for as the stimulus from these sources declines. There is a danger, however, that high rates of inflation will be kept going by a wage/price spiral."

Turning to the outlook for international payments the report notes that "the sudden swing in the balance of payments will put the OECD countries as a group into a deficit on current account of as much as $40 billion in 1974." Most of the countries will be faced with "the need to determine how much of their current payments deficits they can reasonably expect to eliminate quickly, and how much they must – jointly – accept until structural changes eliminate the present imbalance between oil producers and consumers." The report also notes that "besides the general balance-of-payments problem created by the rise in oil prices, there are some specific imbalances between Member countries which have assumed such dimensions as to require urgent corrective measures. These imbalances developed last year . . . with the United Kingdom, Italy and some other countries moving into heavy deficit on current account, and others – like Germany and the Netherlands especially – into surplus." The report points out that, judging from the signs so far, exchange rate changes cannot be counted upon to correct the situation quickly; and since current imbalances can be largely explained in terms of . . . the low level of domestic demand in the surplus countries and the

très rapide de la période précédente; la situation n'en comporte pas moins le risque que le ralentissement ne devienne trop prononcé».

Le rapport souligne que «la zone de l'O.C.D.E. vient de connaître le ralentissement de croissance le plus exceptionnel que l'on ait jamais observé». Comme on le voit au Graphique I, le taux de croissance global du P.N.B. réel des sept principaux pays de l'O.C.D.E. au cours du premier semestre de 1973 s'est établi à près de 8% l'an mais, «d'après les derniers indicateurs disponibles, la production a diminué au premier semestre de 1974, probablement à la cadence annuelle de 1 1/2%, et la plupart des pays ont participé à ce mouvement».

«Les perspectives de croissance sont pour l'instant incertaines», mais «on prévoit une reprise modérée de 3 à 3 1/2% au cours des douze prochains mois. Le fléchissement de la production globale de la zone de l'O.C.D.E. au premier semestre de cette année était dû dans une large mesure à la baisse prononcée de la production aux États-Unis, au Japon et au Royaume-Uni; et c'est le renversement de ces mouvements exceptionnels que reflète pour une large part la reprise prévue au second semestre de cette année.» Les auteurs du rapport font remarquer que, dans des circonstances normales, des perspectives de croissance aussi faible «seraient considérées comme préoccupantes» et que «certains pays Membres envisageraient des mesures pour éviter le chômage». Toutefois, «le taux d'inflation est si élevé que l'on admet généralement qu'une période assez prolongée de refroidissement est nécessaire après les pressions excessives de la demande enregistrées l'année dernière».

Le Secrétariat prévoit que «l'inflation se poursuivra à des taux très élevés aussi longtemps que la hausse des prix du pétrole et des autres produits de base continuera de se diffuser à travers les économies des pays de l'O.C.D.E. On peut espérer une certaine réduction au cours de la période, à mesure que l'impulsion donnée à l'inflation par ces facteurs s'affaiblira. Il est à craindre, toutefois, que des taux élevés d'inflation ne soient entretenus par une course des salaires et des prix.»

En ce qui concerne les perspectives des paiements internationaux, les auteurs du document indiquent que «le retournement soudain de la balance des paiements entraînera pour les pays de l'O.C.D.E., considérés en groupe, un déficit au titre des opérations courantes de non moins de 40 milliards de dollars en 1974». La plupart des pays auront à «déterminer quelle part de leur déficit courant ils peuvent raisonnablement espérer éliminer à bref délai, et quelle part ils doivent accepter – en commun – jusqu'à ce que des changements structurels aient fait disparaître le déséquilibre actuel entre pays pro-

high level, at least until recently, in the deficit countries" it seems that, "to correct this situation, either a faster growth of home demand should take place in the countries with strong payments positions or a slower growth in the countries with weak . . . positions, or some combination of the two."

Commenting on the uncertainties surrounding the current forecast the report warns that "the assumption of a continuation of present economic policies which underlies the forecasts is, in itself, hazardous, when many countries are facing situations of a kind they have never met before, with large and unevenly distributed balance of payments deficits." "The current-account deficits will only prove acceptable if they can be financed. So far, the strains connected with financing have been limited, but the problem is a cumulative one". The report notes that member countries have agreed to co-operate in facilitating such financing and points out that "a failure to finance the deficits could have widespread repercussions, not only in its likely effects on policy action" but also on the confidence of consumers and investors.

Finally the report warns that "careful policy adjustments are likely to be necessary if the aim of most OECD governments to maintain, in the interests of better price stability, a certain but limited margin of slack in their economies for a sufficient time is to be achieved." The appropriate timing of demand-management measures is important; there is also need to guard against two particular dangers. "If world demand grows more strongly than foreseen, there will be little chance of reducing the extremely high rate of inflation; if, on the other hand, demand grows less than foreseen, there is a danger of a recession which would no doubt have an impact on inflation but which might soon lead to an excessive reversal of policy, thus preparing the way for a new burst of inflation later." In this context, then "it is essential that in the coming year excessive and mutually reinforcing impulses, either deflationary or inflationary, be avoided." The report thus concludes, "it is, therefore, of the greatest importance that governments consult closely and frequently about developments in each other's countries."

Demand and output

The report points out that "a full interpretation of the sudden decline in growth in the second half of 1973 presents some difficulties. Some slowdown was of course to be expected on the grounds of the restrictive policies taken in a number of countries," but " . . . the situation is much complicated by the advent of the Middle East war, and the oil crisis in

ducteurs et pays consommateurs de pétrole». Le rapport mentionne également que «outre le problème général de la balance des paiements, créé par la hausse des prix du pétrole, il y a aussi entre pays Membres certains déséquilibres spécifiques qui ont pris des dimensions telles que des mesures correctives s'imposent d'urgence. Ces déséquilibres sont apparus l'an dernier . . . le Royaume-Uni, l'Ita[illegible] et certains autres pays voyant leurs balances des paiements courants devenir fortement déficitaires, tandis que d'autres – l'Allemagne et les Pays-Bas en particulier – enregistraient un excédent courant.» Le Secrétariat indique que, à en juger d'après les symptômes notés jusqu'ici, on ne saurait corriger rapidement la situation en s'en tenant exclusivement à des modifications des taux de change et, puisque les déséquilibres actuels s'expliquent dans une large mesure «par le faible niveau de la demande intérieure dans les pays à balance excédentaire et son niveau élevé, du moins jusqu'à une date récente, dans les pays déficitaires», il semble que «pour redresser cette situation, il faudrait que la demande intérieure croisse plus vite dans les pays dont la balance des paiements est en forte position, ou plus lentement dans les pays à faible position . . . ou encore qu'il y ait une certaine conjonction des deux évolutions».

Au sujet des risques d'erreur que comportent ces prévisions, les auteurs du rapport attirent l'attention sur le fait que «l'hypothèse du maintien des politiques économiques actuelles, sur laquelle reposent les prévisions, est en elle-même hasardeuse à un moment où les pays se trouvent en présence de situations jamais encore rencontrées, avec des déficits de balances des paiements considérables et inégalement répartis». «Les déficits des balances courantes ne seront acceptables que s'ils peuvent être financés. Jusqu'ici les difficultés liées au financement ont été limitées, mais le problème est de caractère cumulatif.» Le rapport signale que les pays Membres ont convenu de coopérer entre eux afin de faciliter ce financement et souligne que «le défaut de financement des déficits pourrait avoir de vastes répercussions non seulement par ses effets probables sur l'action des pouvoirs publics» mais aussi par ses conséquences sur la confiance des consommateurs et des investisseurs.

Le rapport indique enfin que «la réalisation de l'objectif que s'assignent la plupart des gouvernements des pays de l'O.C.D.E. – maintenir, dans l'intérêt d'une meilleure stabilité des prix, une certaine marge limitée de ressources inemployées pendant un temps suffisant – rendra sans doute nécessaire de délicats ajustements des politiques économiques». Il importe de choisir le moment approprié pour prendre des mesures de régulation de la demande; il est également nécessaire de se prémunir contre deux dangers particuliers. «Si la demande mondiale s'accroît plus fortement que prévu, il y aura peu de chances que le taux d'inflation extrêmement élevé se réduise;

Table I
Tableau I

Growth of real GNP in seven major countries
Croissance du P.N.B. réel dans sept grands pays

Percentage changes, seasonally adjusted at annual rates: Estimates and forecasts
Taux annuels de variation, données désaisonnalisées : Estimations et prévisions

	Average 1959-60 to 1970-71 Moyenne 1959-60 à 1970-71	From previous year Par rapport à l'année précédente			From previous half-year Par rapport au semestre précédent					
		1972 1972	1973 1973	1974 1974	1973 1973		1974 1974		1975 1975	
					I I	II II	I I	II II	I I	
Canada	4.9	5.8	7.1	5	9.2	4.8	6	3 1/2	5 1/4	Canada
United States	3.9	6.1	5.9	−1/2	6.9	2.7	−2 3/4	1 1/2	3	États-Unis
Japan	11.1	9.4	10.3	−1 1/2	12.9	3.1	−6 1/2	4 1/2	7 1/4	Japon
France*	5.8	5.5	6.1	4 3/4	6.6	5.5	4 3/4	4 1/2	4 1/4	France*
Germany	4.9	3.0	5.3	1 3/4	9.1	0.3	2	3 1/2	4 1/4	Allemagne
Italy	5.5	3.4	5.4	3 1/2	4.2	9.8	2 1/2	0	1 1/2	Italie
United Kingdom*	2.9	3.5	5.4	−2	8.4	0.4	−6	4 1/2	1 1/4	Royaume-Uni*
Total of above countries†	5.3	5.8	6.5	1/2	8.1	3.0	−1 1/2	2 3/4	3 3/4	Total des pays ci-dessus†

*GDP.
†1973 weights and exchange rates.

*PIB.
†Pondérations et taux de change de 1973.

October 1973." The report notes that "it now appears that the direct effects of supply cuts [in oil] were less than supposed at the time, but the indirect effects . . . were very important."

Among individual countries, the slowdown in Germany "appears to have been policy induced, and supply problems [associated with the oil crisis] do not appear to have exacerbated the slowdown." In France too, the overall effects of the oil crisis on the real rate of growth of the economy seem to have been negligible so far. By contrast, "Japan was especially vulnerable to the oil crisis, and the direct effects of the shortage, together with policy measures first to conserve energy, and then to fight inflation, led to lower than expected growth at the end of last year, and a sharp decline in output at the beginning of 1974". In the United States, also, a "slowdown occurred in the second half of last year, but developments this year, reflecting in part the energy crisis, suggest a considerable fall in output in the first half."* "The United Kingdom also experienced very low growth in the second half of last year, but the decline in 1974 and subsequent recovery reflects the introduction of the three-day work-week following the energy crisis and the miners' dispute."

*Editor's note: On the basis of the recently released official U.S. figures for the second quarter of 1974, real GNP in the first half of the year decreased at a seasonally adjusted annual rate of 3.4 per cent rather than the 2¼ per cent forecast by the OECD and shown in Table I.

si au contraire la demande croît moins vite que prévu, on risquera de voir s'amorcer une récession qui aurait certes un effet sur l'inflation, mais qui pourrait bientôt conduire à un retournement excessif des politiques économiques et préparer ainsi la voie à une nouvelle flambée inflationniste.» Dans ces conditions, «il est essentiel d'éviter, au cours de l'année prochaine, des impulsions excessives et se renforçant mutuellement dans un sens déflationniste ou inflationniste». Les auteurs du rapport en arrivent ainsi à la conclusion qu'il est «de la plus haute importance que les gouvernements se consultent étroitement et fréquemment au sujet de l'évolution de la situation dans leurs pays respectifs».

Demande et production

L'étude souligne que «il est assez difficile d'expliquer avec précision le brusque recul de la croissance observé au deuxième semestre de 1973. Il fallait évidemment s'attendre à un certain ralentissement, étant donné les mesures restrictives prises dans divers pays.» Cependant «la situation s'est trouvée singulièrement compliquée par la réouverture des hostilités au Moyen-Orient et par la crise pétrolière en octobre 1973». «Il se révèle maintenant, ajoutent les auteurs de l'étude, que les effets directs des réductions d'approvisionnement [de pétrole] ont été moindres qu'on ne le supposait à l'époque, mais les effets indirects . . . ont été très importants.»

Canada appears to be the one OECD country for which "the world commodity boom and the energy crisis served, on balance, to stimulate activity."

Looking ahead, the Secretariat forecasts a resumption of growth over the next twelve months "at about 3 to 3 1/2 per cent per annum . . . substantially below the longer run trend of the OECD area . . . ". In Germany, some moderate recovery is expected primarily because of "the surprising buoyancy of demand for German exports." At the same time, "some rebound from the negative growth rates in the first part of the year is likely in the United States, Japan and the United Kingdom. The continuation of the recovery into 1975 is of course subject to great uncertainty." In the case of Italy, however, "where the expansion lagged behind that of other major countries in the recent coincident boom, and in which fast growth was expected to continue in 1974, the advance is now likely to flatten out, following recent moves to tighten monetary and fiscal policy." The report notes that the only "exceptions to the general picture of slower growth are Norway and Sweden, both of which are expected to grow faster this year than last."

The report goes on to observe that "with GNP in all the seven major countries forecast to decelerate in 1974, and with falls forecast for the United States, Japan and the United Kingdom, unemployment can be expected to show substantial increases in most of these countries." Canada could be an exception, however, as "the growth of activity is likely to remain relatively strong." Unemployment is also expected to rise in the majority of the smaller countries but "the rise may be less severe."

In reviewing the forecasts for the OECD area, the report warns that they "must be seen against a background of extreme uncertainty." They are derived broadly on the basis of unchanged policies and this raises difficulties in the present situation which is still fluid. "To date, the majority of policy moves . . . have been in the direction of restriction" . . . but "the situation, especially with regard to the operation of monetary policy, could . . . change quickly". A major source of uncertainty arises from the unevenness of the current balance of payments position and the implicit assumption in the present forecasts that "confidence factors will be reasonably favourable" and that "the problems faced by some countries in financing their large deficits will be fairly smoothly handled." If deflationary policy action to defend current balances were taken,

Examinant l'évolution dans chacun des pays membres, l'étude mentionne que le ralentissement en Allemagne «a été provoqué par l'action des autorités, et il ne semble pas que des problèmes d'offre soient venus l'exacerber». De même, il semble que les incidences globales de la crise pétrolière sur le taux de croissance réelle de l'économie française semblent avoir été jusqu'ici négligeables. Par contre, «le Japon a été particulièrement touché par la crise pétrolière, et les effets directs de la pénurie, conjugués à ceux des dispositions prises d'abord pour économiser l'énergie, puis pour combattre l'inflation, ont entraîné une croissance plus faible que prévu à la fin de l'an dernier et une baisse brutale de la production au début de 1974». Aux États-Unis également, un «ralentissement s'est produit au deuxième semestre de l'an dernier, mais les évolutions observées cette année, qui reflètent en partie les effets de la crise énergétique, donnent à penser que la production a considérablement baissé au premier semestre»*. «Au Royaume-Uni également, la croissance a été très faible au deuxième semestre de l'an dernier, mais le recul de 1974 et le redressement ultérieur reflètent l'incidence de la semaine de travail de trois jours observée à la suite de la crise de l'énergie et de la grève des mineurs.» Le Canada semble être le seul pays membre de l'O.C.D.E. où «la montée en flèche des prix mondiaux des produits base et la crise de l'énergie aient, au total, eu pour effet de stimuler l'activité».

Pour ce qui est de l'avenir, le Secrétariat s'attend à voir, au cours des douze prochains mois, «la croissance repartir à un rythme annuel de 3 à 3 1/2%, chiffre qui s'inscrit nettement au-dessous de la tendance de moyenne période pour la zone de l'O.C.D.E. . .». En Allemagne, on prévoit une reprise modérée en raison principalement du «caractère étonnamment soutenu de la demande extérieure». Parallèlement, «il est probable qu'après les taux de croissance négatifs enregistrés au premier semestre de l'année, un certain phénomène de rebond va se produire aux États-Unis, au Japon et au Royaume-Uni. Mais la question de savoir si le redressement va se poursuivre en 1975 est évidemment entourée de grandes incertitudes.» Dans le cas de l'Italie cependant, «où l'expansion avait suivi celle des autres grands pays avec un certain décalage lors de la récente phase de haute conjoncture généralisée et où l'on s'attendait à voir la croissance se poursuivre à un rythme rapide en 1974, il est maintenant probable que le mouvement va se stabiliser après les mesures restrictives prises dernièrement dans les domaines monétaire et budgé-

*N.D.L.R. : Compte tenu des données publiées récemment par les autorités américaines pour le second trimestre de 1974, le taux annuel de croissance du P.N.B. réel, correction faite des variations saisonnières, a diminué au premier semestre de l'année de 3.4%, au lieu de 2 3/4% comme prévu par l'O.C.D.E. (voir Tableau I).

"a considerably weaker picture for demand could result." Furthermore it is pointed out that "the extent of the [oil] impact can [only] be roughly quantified in terms of the swing in the current balance in 1974" and that "the recovery of consumption envisaged for the second half of 1974 and the first half of 1975 must be open to doubt". The report thus concludes that "though there are elements of strength in the overall picture, it would appear on balance that there is a greater likelihood that the outcome will be weaker than forecast".

Inflation

On the price front the report notes that the rate of increase for consumer prices in the OECD area was around 12 1/2 per cent in the twelve months ending in April. As can be seen in Table II this was "over three times as fast as the annual average between 1961 and 1971" and represented "a considerable acceleration over the 7 3/4 per cent rate experienced in 1973."

The renewed acceleration of inflation in the OECD area since mid-1972 is attributed to "a complex of interacting factors." The report points out that "the non-oil commodity boom . . . affected the OECD area in a number of ways. The rapid growth of prices, arising from strong demand superimposed on a rather low initial stock position, fueled inflation in most Member countries." "In the case of food, the imbalance between demand and supply arose mainly because of shortfalls on the supply side, whereas in the case of industrial materials a rapid and coincident upsurge of output and final demand in the majority of OECD countries played the crucial role." By the early autumn of 1973 it appeared that demand pressures relative to the potential supply of commodities were easing and it seemed reasonable to entertain hopes for a downward movement in spot prices of commodities. "The October war in the Middle East, however, changed matters." The sharp increases in oil prices, "coupled with substantial uncertainty about the future outlook and a continuing low level of stocks of many commodities, generated expectations of inflation which resulted in a sharp speculative boom in commodity prices." "A turning point was eventually reached in April or May" and while supply shortages could persist or even reappear for some commodities, the Secretariat states that "unless the domestic picture in industrial countries turns out to be stronger than forecast . . . the commodity boom is definitely over."

taire». Le rapport mentionne que, dans cette situation générale de ralentissement, les seules exceptions sont la Norvège et la Suède «où la croissance paraît devoir être plus rapide cette année qu'en 1973».

«Étant donné que l'on prévoit pour 1974, poursuivent les auteurs du rapport, un ralentissement de la croissance du P.N.B. dans les sept grands pays, avec un recul absolu dans le cas des États-Unis, du Japon et du Royaume-Uni, on peut s'attendre que le chômage augmente de façon substantielle dans la plupart de ces pays.» Le Canada pourrait toutefois constituer une exception car «la croissance de l'activité demeurera sans doute relativement vigoureuse». En outre, on s'attend à une accentuation du chômage dans la plupart des petits pays, «encore que dans de moindres proportions».

Passant en revue les prévisions pour la zone de l'O.C.D.E., les auteurs du rapport soulignent qu'elles «doivent être considérées dans un contexte d'extrême incertitude». Ces prévisions sont dans une large mesure fondées sur l'hypothèse du maintien des politiques actuelles, ce qui soulève des problèmes dans une situation qui reste fluide. «Les mesures prises à ce jour paraissent dans leur majorité aller dans le sens de la restriction», mais «la situation pourrait changer rapidement, notamment en ce qui concerne la conduite de la politique monétaire». Les déséquilibres dans la configuration des balances courantes ainsi que l'hypothèse implicite aux prévisions selon laquelle «les facteurs de confiance seront assez favorables» et «les problèmes rencontrés par certains pays pour financer leurs importants déficits seraient surmontés sans trop de heurts» sont autant de facteurs qui entachent fortement ces conjectures d'incertitude. Si des mesures de caractère déflationniste étaient prises dans le but de défendre les balances courantes, «la situation de la demande pourrait se trouver considérablement affaiblie». De plus, l'étude souligne que «on peut en gros chiffrer [l'incidence pétrolière] à l'équivalent de la variation subie en 1974 par la balance courante» et que «le redressement de la consommation envisagé pour le deuxième semestre de 1974 et le premier semestre de 1975 reste sujet à caution». Les auteurs du document en arrivent ainsi à la conclusion suivante: «Bien qu'il y ait des éléments de fermeté dans la situation générale, il semblerait néanmoins, à tout prendre, qu'il existe sans doute plus de risques de voir les résultats se révéler inférieurs aux prévisions.»

L'inflation

En ce qui concerne les prix, le rapport de l'O.C.D.E. fait remarquer que les prix à la consommation, dans l'ensemble de la zone, se sont accrus d'environ

Table II Price trends
Tableau II Évolution des prix

Percentage changes: Estimates and forecasts
Taux de variation : Estimations et prévisions

	Consumer prices / Prix à la consommation				GNP deflators / Indices de déflation du P.N.B.				
	Average 1961-1971 / Moyenne 1961-1971	From previous year / Par rapport à l'année précédente		12 months ending April 1974 / 12 mois se terminant en avril 1974	Average 1959-60 to 1970-71 / Moyenne de 1959-60 à 1970-71	From previous year / Par rapport à l'année précédente			
		1972	1973			1972	1973	1974	
Canada	2.9	4.8	7.6	9.9	3.0	4.6	7.1	9 1/2	Canada
United States / États-Unis	3.1	3.3	6.2	10.2	2.8	3.2	5.4	9	États-Unis
Japan / Japon	5.9	4.5	11.7	24.9	4.8	4.7	12.0	23	Japon
Australia / Australie	2.8	5.8	9.5	13.6*	3.3	7.9	11.6	12	Australie
OECD Europe / Pays européens de l'O.C.D.E.	4.2(1)	6.5(1)	8.7(1)	12.8(1)	4.2(2)	6.7(2)	8.1(2)	10 1/2(2)	Pays européens de l'O.C.D.E.
France(3)	4.3	5.9	7.3	13.2	4.4	6.0	7.3	11 1/2	France(3)
Germany / Allemagne	3.0	5.5	6.9	7.1	3.6	5.9	6.0	7	Allemagne
Italy / Italie	4.2	5.7	10.8	16.2	4.4	5.7	10.5	15 1/4	Italie
United Kingdom(3) / Royaume-Uni(3)	4.6	7.1	9.2	15.2	4.2	7.7	8.9	10 1/2	Royaume-Uni(3)
Belgium / Belgique	3.4	5.5	7.0	10.4	3.4	5.9	7.3	11 1/2	Belgique
Netherlands(3) / Pays-Bas(3)	4.8	7.8	8.0	8.9	4.8	8.9	8.0	10	Pays-Bas(3)
Denmark(3) / Danemark(3)	6.1	6.6	9.3	14.2	5.6	8.0	11.5	13 1/2	Danemark(3)
Ireland / Irlande	5.4	8.7	11.4	13.5*	5.3	13.0	13.3	13 1/4	Irlande
Austria / Autriche	3.7	6.3	7.6	9.7	3.8	7.3	9.1	9	Autriche
Finland(3) / Finlande(3)	5.4	7.4	11.4	19.2	5.1	8.1	13.6	14 1/2	Finlande(3)
Greece / Grèce	2.2	4.4	15.5	32.6					Grèce
Norway(3) / Norvège(3)	4.9	7.2	7.5	8.9	4.4	4.5	9.1	9	Norvège(3)
Portugal	5.5	10.7	12.9	26.6					Portugal
Spain / Espagne	6.8	8.3	11.4	16.6	5.7	8.9	10.6	11 1/2	Espagne
Sweden(3) / Suède(3)	4.6	6.0	6.7	9.4	4.4	7.0	8.5	9 1/2	Suède(3)
Switzerland(3) / Suisse(3)	3.8	6.7	8.7	8.7	4.4	9.1	8.2	8 1/2	Suisse(3)
Total OECD / Ensemble des pays de l'O.C.D.E.	3.7(1)	4.7(1)	7.7(1)	12.5(1)	3.6(2)	5.0(2)	7.5(2)	11 1/2(2)	Ensemble des pays de l'O.C.D.E.

Source: OECD.

*To 1st quarter 1974.
(1)1970 private consumption weights and exchange rates.
(2)1973 weights and exchange rates.
(3)GDP deflator instead of GNP deflator.

Source : O.C.D.E.

*Au premier trimestre de 1974.
(1)Pondération de la consommation privée et taux de change de 1970.
(2)Pondération et taux de change de 1973.
(3)Indice de déflation du P.I.B.

The report points out that through this period "much of the inflation appeared, to any given country, to be essentially exogenous." Inevitably, however, the rise in prices "led to wage earners in virtually all Member countries pressing for higher money wages in an attempt to restore their previous levels of real income, and at this point the inflation switched . . . to a basically endogenous phenomenon."

12 1/2% au cours des douze mois terminés en avril. Ainsi que l'indique le Tableau II, ce taux représente «plus du triple de la moyenne annuelle enregistrée entre 1961 et 1971» et dénote «une accélération considérable par rapport aux taux de 7 3/4% enregistré en 1973».

La nouvelle flambée inflationniste observée dans les pays de l'O.C.D.E. depuis le milieu de 1972 est attribuée «aux interactions complexes de tout un en-

Turning to a more detailed discussion of price trends in individual countries the report notes that food and energy prices were largely responsible for the acceleration of inflation in most countries. However, as can be seen in Table II "the rate of inflation has differed considerably from country to country", with Germany and Japan showing, respectively, the best and worst performance among the seven major countries. In Germany, successive revaluations made possible by relatively moderate increases in domestic costs limited the increase in import prices; consumer prices, therefore, increased moderately in comparison with other countries. The report notes that the relatively moderate advance in the first half of this year reflected a number of special factors and that "pent-up cost pressures are likely to raise the advance in consumer prices above the 10 per cent level in the second half of this year". By contrast, Japan, despite a further appreciation of the yen in early 1973, experienced an unprecedented acceleration of inflation over the last twelve months as a result of "heavy demand pressures during the last cyclical upswing and the particularly strong impact . . . of price rises in commodities and crude oil." In Italy "the rate of inflation accelerated in the course of last year because of stronger domestic demand, substantial wage increases, the sharp rise in world market prices, and the considerable depreciation of the lira". The impact of the oil crisis worsened the situation in early 1974 and led to restrictive measures which, in the short-term, will accelerate the rise in consumer prices. The rapid rise in import prices (notably higher oil prices) and the depreciation of sterling contributed to the substantial increase in consumer prices in the United Kingdom. In the United States, despite the economic slowdown, the rise in prices has accelerated sharply with the consumer price index in April standing 10.2 per cent over the year earlier level. The rise in consumer prices in Canada was only slightly less at 9.9 per cent.* Both in Canada, and in France where the rate of price increase was considerably higher, sharp increases in food and energy prices were largely responsible for the acceleration of inflation.

Looking ahead the Secretariat foresees a continuation of inflation at very high rates, despite the forecast slow growth situation. However some reduction of inflation can be hoped for by the first half of 1975. In making its assessment, the Secretariat assumes that, despite the easing

*Editor's note: On the basis of data for June, the year-to-year increase in the consumer price index was 11.4 per cent for Canada and 11.1 per cent for the United States.

semble de facteurs». Le rapport précise que la «hausse des prix des produits de base autres que le pétrole . . . a affecté la zone de l'O.C.D.E. de diverses façons. La progression rapide des prix, engendrée par une forte demande qui se superposait à un niveau initial assez faible des stocks, a alimenté l'inflation dans la plupart des pays Membres.» «Dans le cas des produits alimentaires, le déséquilibre entre l'offre et la demande a été essentiellement dû à des insuffisances de l'offre, tandis que dans celui des matières premières industrielles, c'est l'essor rapide et simultané de la production et de la demande finale dans la majorité des pays de l'O.C.D.E. qui a joué le rôle crucial.» Vers le début de l'automne 1973, les pressions de la demande ont semblé s'atténuer par rapport à l'approvisionnement potentiel de matières premières et l'on pouvait alors raisonnablement espérer une baisse des cours au comptant des produits de base. «La guerre d'octobre au Proche-Orient a mis fin à cet espoir.» La vive hausse des prix pétroliers, «jointe à la forte incertitude pesant sur les perspectives futures et à la faiblesse persistante des stocks de beaucoup de produits de base, a fait naître des anticipations inflationnistes qui ont provoqué une flambée spéculative des prix des produits de base». «Un point de retournement a finalement été atteint en avril ou mai» et, bien qu'on puisse assister au maintien – voire à la réapparition, dans le cas de certains produits – d'une pénurie de l'offre, le Secrétariat déclare que, à moins que «l'activité économique intérieure dans les pays industriels se révèle plus forte qu'on ne le prévoit . . . la flambée des prix des produits de base a pris fin».

Le document de l'O.C.D.E. précise que, tout au long de cette période, «l'inflation est apparue dans chaque pays considéré séparément comme ayant en grande partie un caractère essentiellement exogène». Toutefois, la hausse des prix a inévitablement «conduit les salariés dans la quasi-totalité des pays Membres, à faire pression pour obtenir un relèvement de leurs salaires nominaux et essayer ainsi de retrouver leurs niveaux antérieurs de revenu réel; à partir de ce moment, l'inflation» est devenu «un phénomène fondamentalement endogène».

Étudiant plus en détail l'évolution des prix dans les différents pays, le rapport constate que le coût de l'alimentation et de l'énergie est dans une grande mesure à l'origine de l'accélération de l'inflation dans la plupart des économies. Toutefois, comme le révèle le Tableau II, le «taux d'inflation varie considérablement d'un pays à l'autre», l'Allemagne et le Japon présentant respectivement les meilleurs et les moins bons résultats parmi les sept principales nations. En Allemagne, les réévaluations successives permises par les hausses relativement modestes des prix intérieurs ont limité le renchéris-

in the commodity boom that emerged in April or May, "transactions prices . . . are most unlikely to fall for some time yet. The lag between a movement in spot prices and the consequent movement in transactions prices varies" but is about one month in the case of oil and generally not less than six months in the case of non-oil commodities. Thus, "transactions prices of non-oil commodities are likely to increase this year by about as much as the 30 per cent recorded in 1973, with little or no downturn occurring before the end of the year." "While a marked improvement can be foreseen in the rate of . . . commodity-price inflation by the end of the year, labour costs in many Member countries will almost certainly cause increasing pressure on the price level." However, "once transactions prices have started to fall, possibly at the end of this year, wage pressure may be expected to abate somewhat" in the first half of 1975. On the basis of these assumptions, then, the Secretariat forecasts that the annual rate of growth of consumer prices for the seven major countries will decelerate from about 15 per cent (annual rate) in the first half of 1974 to 13 per cent in the second half and down to 10 per cent in the first half of 1975. The report notes that "as in the past, considerable dispersion of experience is expected, with the rate of growth of German prices being markedly less and the Japanese and Italian rates being considerably greater."

Once again, the report stresses the uncertainty of its forecast and notes in particular that "the uncertainty surrounding the policies of oil-producers adds to the general instability of the situation, both with respect to the overall price level and the structure of relative prices". Moreover, the assumption about the 1974 level of transactions prices used in these estimates is "a relatively conservative one"; thus, on balance, the present forecast could err on the side of optimism.

With respect to the struggle against inflation, which "takes first place among the aims of most OECD Governments", the report notes that "the reduction in demand pressures that has already occurred constitutes a necessary condition for control of the inflation at present built into Member economies. By itself, however, it may not be sufficient . . . " Thus the report raises the fundamental question of how intensively the demand-management weapon should be used in the period immediately ahead. "In some countries a high degree of slack should help to moderate price and wage rises; in others a large slowdown in real income growth might make the situation worse." In reviewing alternative and/or supplementary measures to demand management, the report suggests that despite the rather discouraging performance of incomes policies,

sement des importations; les prix à la consommation n'y ont donc accusé qu'une augmentation modérée par rapport à celle des autres pays. Le rapport souligne que l'accroissement relativement faible enregistré au premier semestre de l'année s'explique par un certain nombre d'influences particulières et que «la poussée longtemps contenue des coûts portera sans doute à plus de 10% le taux annuel de progression des prix de détail pendant le second semestre». À l'autre extrême, le Japon, malgré une nouvelle hausse du yen au début de 1973, a connu une accélération sans précédent de l'inflation au cours des derniers mois, par suite des «lourdes pressions que la demande avait exercées pendant la dernière phase d'expansion et de l'incidence particulièrement forte qu'a eue . . . la hausse des prix des produits de base et du pétrole brut». En Italie, «le rythme d'inflation s'est accéléré au cours de l'année passée, ce qui s'explique à la fois par l'affermissement de la demande intérieure et les fortes augmentations de salaires, ainsi que par la vive hausse des prix sur les marchés mondiaux et la dépréciation très importante de la lire». Les conséquences de la crise énergétique ont aggravé la situation au début de 1974 et conduit les autorités à prendre des mesures restrictives qui sont de nature à accélérer, à court terme, le taux de croissance des prix à la consommation. La hausse rapide des prix des importations (notamment des produits pétroliers) ainsi que la dépréciation de la livre sterling contribuent à expliquer le vif renchérissement des produits de consommation au Royaume-Uni. Aux États-Unis, malgré le ralentissement de l'activité économique, le coût de la vie s'est accru à un rythme accéléré, l'indice des prix à la consommation étant en avril de 10.2% supérieur à son niveau d'un an auparavant. Les consommateurs canadiens ont dû faire face à une hausse de presque 9.9% au cours de la même période*. Chez nous comme en France, où l'augmentation des prix a été beaucoup plus vive, le renchérissement marqué des produits alimentaires et énergétiques est dans une large mesure à l'origine de l'accélération de l'inflation.

S'efforçant de dégager des perspectives, le Secrétariat de l'O.C.D.E. prévoit le maintien de l'inflation à un taux extrêmement élevé, bien qu'on s'attende à une croissance lente. On peut toutefois espérer un certain ralentissement de l'inflation d'ici le premier semestre de 1975. Ce jugement du Secrétariat repose sur l'hypothèse que, malgré l'atténuation de la flambée des produits de base en avril et mai, il «est fort peu probable . . . que les prix de contrat diminuent avant un certain temps. Le décalage entre la variation des cours du disponible et la variation ultérieure des prix de contrat varie», mais représente environ un mois dans le cas du pétrole et, dans l'ensemble, au moins

*N.D.L.R. : D'après les données du mois de juin, la croissance de l'indice des prix à la consommation sur douze mois s'établit à 11.4% au Canada et à 11.1% aux États-Unis.

particularly in some large countries, ". . . it may be that they will be tried again in more favourable conditions." Also, "in some countries, various types of indexation, of tax brackets, pensions and social security benefits, may be a useful adjunct to other policies . . . " The report goes on to point out that "wage indexation has dangers in a time of rising commodity prices; but when these are declining, such indexation could, in certain cases, be helpful in reducing money wage pressure."

Current balances

The report begins its review of trade and current balances by noting that "the OECD's balance of payments structure has been markedly transformed following last year's oil price increases." "The most striking feature of the OECD trade picture this year is . . . the turn-around from over-all surplus to substantial deficit". Thus, the Secretariat envisages "a deterioration on OECD trade account of more than $40 billion this year, giving a trade deficit of $30-35 billion. In the first half of next year the total deficit might be slightly reduced." This forecast depends crucially on " . . . the assumptions adopted in respect of oil and commodity prices, prices of exports of manufactures, and export demand from the non-OECD area." With respect to oil, the volume and price assumptions made in the *Outlook* imply "an increase in the OECD oil import bill of almost $55 billion this year."

On the other hand, it is assumed that "OECD exports to OPEC* countries might increase this year by about $12 billion" and "looking a little further ahead continuing buoyant demand by OPEC countries . . . might outweigh the increase in the area's oil import bill, giving some improvement in the first half of next year in the OECD's trade balance with OPEC". In addition, it would appear that "the non-oil developing countries' trade balance with OECD will have to improve [by $2 1/2 – 3 billion for 1974] if they are to pay their oil bill." It is further assumed that "there might be a $1 – 1 1/2 billion improvement in the OECD [area's] trade balance with Sino-Soviet countries and a $1/2 – 1 billion improvement with relatively developed non-OECD countries." Finally, "the average values of exports of manufactures have been assumed to increase by about 13 per cent in local currency terms . . . slowing to about 8 per cent in the first half of 1975."

*Editor's note: OPEC is the Organization of Petroleum Exporting Countries, member countries of which are: Abu Dhabi, Algeria, Indonesia, Iran, Iraq, Kuwait, Libya, Nigeria, Qatar, Saudi Arabia and Venezuela.

un semestre pour les autres produits de base. Par conséquent, «les prix de contrat des produits de base autres que le pétrole augmenteront probablement cette année à peu près autant qu'en 1973, c'est-à-dire d'environ 30%, et n'auront guère tendance à s'inverser avant la fin de l'année». «Si, d'ici la fin de l'année, l'on peut prévoir une nette amélioration sur le plan de l'inflation . . . provoquée par la hausse des produits de base, dans beaucoup de pays Membres les coûts de main-d'œuvre exerceront certainement une pression grandissante sur le niveau des prix . . . » Toutefois, une fois que «les prix de contrat des produits de base auront commencé à baisser, peut-être à la fin de cette année, la pression des salaires se relâchera sans doute quelque peu» au premier semestre de 1975. S'appuyant sur ces conjectures, le Secrétariat prévoit que le taux annuel de croissance des prix à la consommation, dans les sept grands pays considérés, tombera d'environ 15 à 13% du premier au deuxième semestre de 1974 et à 10% au premier semestre de 1975. Le rapport fait remarquer que «comme par le passé, les résultats seront probablement très variables suivant les pays, la hausse des prix étant nettement moins forte en Allemagne et beaucoup plus forte au Japon et en Italie».

Une fois de plus, le document de l'O.C.D.E. souligne la caractère aléatoire de ces prévisions, déclarant notamment que «l'incertitude qui plane sur les politiques des pays producteurs de pétrole ajoute à l'instabilité générale de la situation, en ce qui concerne tant le niveau global des prix que la structure des prix relatifs». En outre, l'hypothèse retenue dans les estimations au sujet du niveau des prix des transactions en 1974 «est relativement prudente»; les prévisions présentées pourraient donc finalement pécher par excès d'optimisme.

En ce qui concerne la lutte contre l'inflation, qui «figure en tête des objectifs de la plupart des gouvernements de l'O.C.D.E.», le rapport signale que «l'atténuation déjà constatée des pressions de la demande est une condition indispensable pour enrayer l'inflation qui est désormais ancrée dans l'économie des pays Membres. Mais elle n'est sans doute pas suffisante . . .». Aussi le document de l'O.C.D.E. pose-t-il la question fondamentale de savoir dans quelle mesure il conviendrait de recourir, dans l'avenir immédiat, à la régulation de la demande. «Dans certains pays, une marge importante de sous-emploi des ressources devrait contribuer à modérer la hausse des prix et des salaires.» Étudiant les autres instruments qui pourraient remplacer ou compléter la régulation de la demande, les auteurs du rapport donnent à penser que, malgré les résultats plutôt décevants des politiques des salaires, notamment dans certains grands pays, «il se peut que, dans une conjoncture plus favorable, on en fasse à nouveau l'essai». De même, «dans certains pays, divers types d'indexation – des tranches de revenus imposables, des pensions

Turning to other general features of the OECD trade picture, the report states that "the momentum developed by world trade last year (when the growth of trade volumes set a post-war record) appears to have carried over into the first half of 1974, keeping trade at surprisingly buoyant levels. Total import volumes may have continued to increase by 3 1/2 per cent (annual rate) despite both a fall in the area's GNP and a reduction in the volume of oil imports; the volume of exports, strenghtened considerably by demand from most major country groupings of the non-OECD area, may have grown by as much as 10 per cent. By mid-1974, however, total trade is likely to be developing more in line with the expansion of output" and "the growth of trade in real terms may slow down to about 5 per cent in the second half of 1974, accelerating to perhaps 7 – 8 per cent in the first half of next year." In value terms, "OECD imports may grow by 40 – 45 per cent (in local currency terms) this year and by about 14 per cent in the first half of 1975; OECD exports are forecast to rise by 30 – 35 per cent (in local currency) in 1974 and by some 15 – 16 per cent in the first half of 1975".

Largely as a result of the deterioration in the trade position, the OECD area's current account balance "has plunged into sizeable deficit, estimated to be running at an annual rate of almost $30 billion in the first quarter of this year even though the new oil prices were not operative for the whole period; for the full year the deficit is expected to approach $40 billion". This compares with a surplus of $5 billion in 1973. In discussing this dramatic change, the report stresses that "apart from adjustment problems resulting from [the size of the] deficit itself, difficulties are also likely to stem from its uneven distribution." For 1974 as a whole "Germany and the Benelux will probably be in current surplus . . . the United States may be close to balance, and the Canadian deficit is likely to be less than 1 per cent of GNP. These countries account for some 60 per cent of the area's GNP. The remaining countries . . . will thus be sharing a total deficit of almost $45 billion. On average, expected deficits in this group are equivalent to some 3 per cent of GNP" but for Italy, the United Kingdom and some of the smaller countries "projected deficits . . . are of the order of 6 per cent of their GNP."

Among individual countries, "Germany, which had the largest surplus in 1973, may be the only Member country to show a positive movement in its current account in 1974." The United States current balance "may deteriorate by some $4 billion this year (mostly on trade), . . . with a

et des prestations de sécurité sociale – pourraient utilement compléter l'action d'autres mesures». Le Secrétariat enchaîne en faisant remarquer que «l'indexation des salaires comporte des dangers en période de hausse des prix des produits de base; mais lorsque ceux-ci sont en baisse, cette indexation peut dans certains cas contribuer à réduire la poussée en hausse des salaires nominaux».

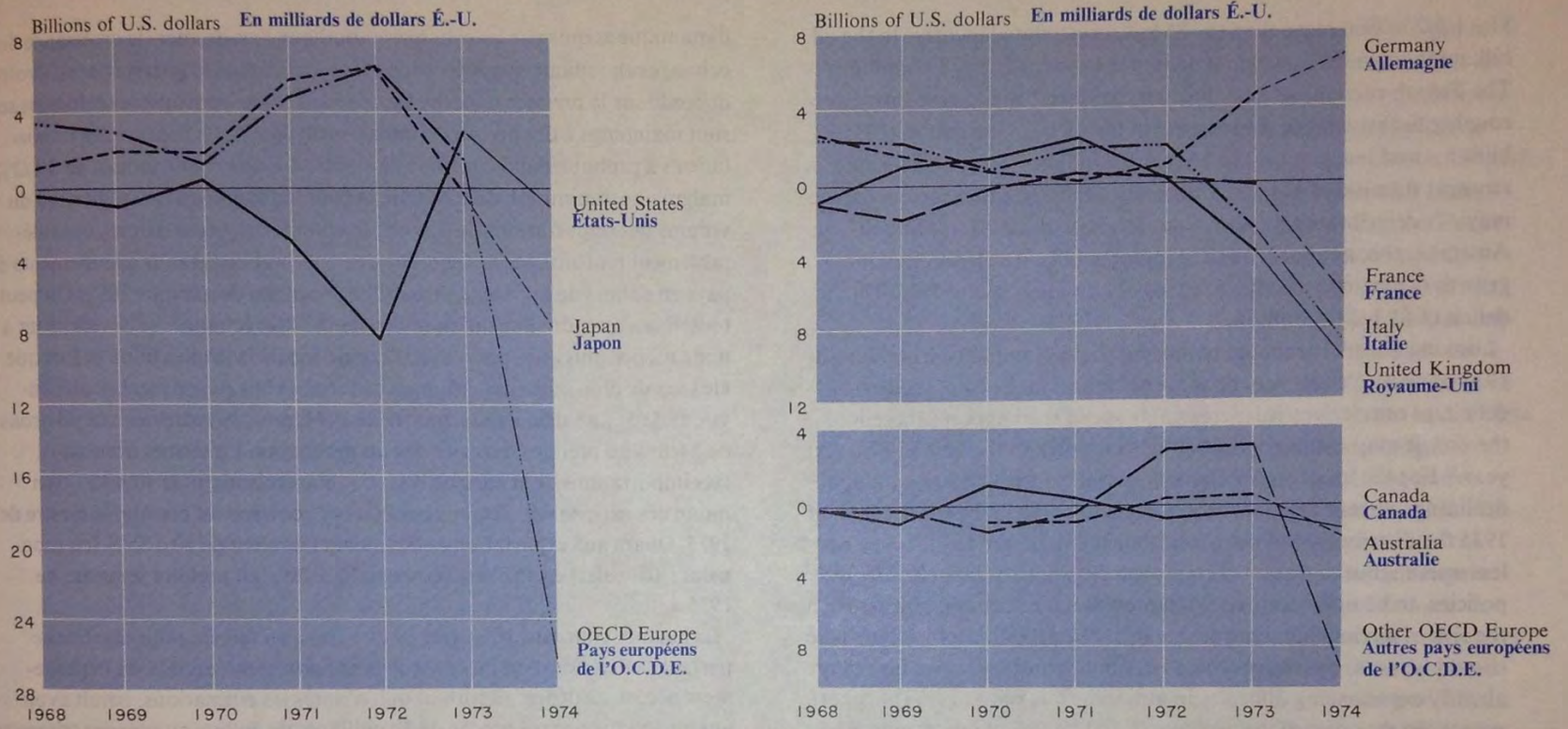
Balances des paiements courants

La partie du rapport consacrée aux balances commerciales et courantes débute par l'affirmation suivante : «La zone de l'O.C.D.E. a vu la structure de sa balance des paiements se modifier profondément à la suite des hausses des prix du pétrole intervenues l'an dernier.» «La caractéristique la plus frappante de l'évolution des échanges de la zone de l'O.C.D.E. cette année est . . . le passage d'une positiong lobale excédentaire à un déficit substantiel.» Aussi le Secrétariat prévoit-il que «la balance commerciale de la zone de l'O.C.D.E. pourrait enregistrer cette année une dégradation de plus de 40 milliards de dollars, accusant un déficit de 30 à 35 milliards de dollars. Au premier semestre de l'an prochain, le déficit total pourrait légèrement diminuer.» Cette prévision dépend fondamentalement des «hypothèses retenues pour les prix du pétrole et des autres produits de base, les prix des exportations de produits manufacturés et la demande d'exportation des pays situés hors de la zone de l'O.C.D.E.». Pour ce qui est du pétrole, les hypothèses formulées en matière de prix et de volume dans les *Perspectives* établissent «à près de 55 milliards de dollars l'accroissement de la facture des importations de pétrole de la zone de l'O.C.D.E. pour cette année». Par ailleurs, on suppose que «les exportations de la zone de l'O.C.D.E. vers les pays de l'O.P.E.P.* progresseraient d'environ 12 milliards de dollars cette année» et que, «à un peu plus longue échéance, la persistance dans les pays de l'O.P.E.P. d'une demande soutenue . . . pourrait plus que compenser l'accroissement de la facture des importations de pétrole de la zone, de sorte qu'au premier semestre de l'an prochain une certaine amélioration interviendrait dans la balance commerciale de la zone de l'O.C.D.E. avec les pays de l'O.P.E.P.». De plus, il faudrait, semble-t-il, que «la balance commerciale des pays en développement non pétroliers avec la zone de l'O.C.D.E. s'améliore [de 2 1/2 à 3 milliards de dollars] pour que ces pays puissent payer leurs importations de pétrole». On suppose aussi que «la balance commerciale de la zone de

*N.D.L.R. : L'Organisation des pays producteurs de pétrole (O.P.E.P.) regroupe l'Abu Dhabi, l'Algérie, l'Arabie Séoudite, l'Indonésie, l'Iran, l'Iraq, le Koweit, la Lybie, le Nigeria, le Quatar et le Venezuela.

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

Seasonally adjusted at annual rates **Données désaisonnalisées exprimées en chiffres annuels**



Substantial revisions to the U.S. current account balance, released after this report was prepared, reduced the U.S. surplus in 1973 to under $1 billion and increased the deficit in 1972 close to $10 billion.

Source: OECD, chart prepared by the Bank of Canada.

D'importantes révisions des données de la balance des paiements courants des États-Unis, publiées après la rédaction de ce rapport, ont ramené à moins d'un milliard de dollars l'excédent américain pour 1973 et porté à près de 10 milliards le déficit pour 1972.

Source: O.C.D.E.; graphique établi par la Banque du Canada.

small deficit likely for the year as a whole"* while "the Japanese current balance, which fell by $6 1/2 billion in 1973, may be subject to a deterioration of roughly the same order of magnitude this year, implying a 1974 current deficit of about $7 to 8 billion." The current deficit of the United Kingdom is also forecast to widen by about $6 billion this year to almost $10 billion "with about $5 billion [of the deterioration] due to the higher oil bill." For Italy, "the deterioration . . . may be only

*Editor's note: Revisions to the U.S. current account balance have reduced the surplus in 1973 by about $2.4 billion to $0.7 billion.

l'O.C.D.E. avec les pays sino-soviétiques accuserait une amélioration de 1 à 1 1/2 milliard de dollars, et que la balance commerciale avec les pays non Membres relativement développés pourrait elle aussi marquer une amélioration de 1/2 à 1 milliard de dollars». Enfin, «exprimées en monnaies nationales, les valeurs moyennes des exportations de produits manufacturés augmenteraient d'environ 13% . . . leur progression revenant à 8% environ au premier semestre de 1975».

Abordant d'autres caractéristiques générales du commerce des pays de l'O.C.D.E., les auteurs du rapport écrivent : «Le mouvement extrêmement

$1 – 1 1/2 billion more than the $5 billion estimated increase in the oil bill, implying a 1974 current deficit of the order of $8 1/2 – 9 billion." The French current account deficit is expected "to increase this year by roughly the amount of the increase in the oil bill – estimated at $5 1/2 billion – and may amount to $6 to 6 1/2 billion." Largely reflecting stronger demand at home than abroad, "the Canadian current balance may . . . deteriorate this year, to a deficit of about $1 1/4 billion." In Australia, too, a rapid growth of imports and a deceleration of the growth of exports is likely "to swing . . . the surpluses of 1972-73 to a deficit of $1 1/2 to 2 billion."

Looking ahead, the report points out that although from about mid-1974 onwards "there may be some reduction in the combined OECD deficit, as OPEC countries increasingly spend their export proceeds . . . the deficit may still be in the $40 billion range in the first half of next year." For the longer term, the Secretariat foresees "a large, though declining, current deficit for some years to come." "By the first half of 1975 the distribution of the global deficit is expected to be somewhat less uneven, but the speed of improvement appears unlikely, on present policies, to be sufficiently rapid to prevent a number of countries running the risk of having financing problems." "For the area as a whole there should be no financing problem" . . . but "some countries indeed are already experiencing difficulty in obtaining financing . . . " The report points out that part of the problem is that "much of the oil money to date has gone into very short-term money market instruments" while "the demand for funds, by countries needing to finance current-account deficits is relatively long-term, thus posing a problem of intermediation. Though changes in the structure of interest rates may go some way towards solving the problems, official recycling arrangements are also desirable, as a safety net." The report also emphasizes that "special financing arrangements may be needed, at short notice, for some of the harder-hit poor countries." Some developing countries have been particularly affected as a result of "rapid increases in the prices of imports of oil, food, fertilisers and finished manufactures" and their "dependence on exports of commodities which have not participated in the general boom". For others that have done well out of the commodity boom the problem is less critical, though their position could worsen as "the terms of trade of primary products relative to manufactures have probably reached a cyclical peak, and may well decline considerably."

dynamique acquis par les échanges mondiaux l'an dernier (la croissance des échanges en volume ayant été sans précédent depuis la guerre) paraît avoir débordé sur le premier semestre de cette année, de sorte que les échanges se sont maintenus à des niveaux étonnamment élevés. Le volume des importations a probablement continué de s'accroître au rythme annuel de 3 1/2%, malgré une diminution du P.N.B. de la zone, conjuguée à une réduction du volume des importations de pétrole; le volume des exportations, considérablement renforcé par la demande de la plupart des grands groupements de pays en dehors de la zone, a sans doute progressé de quelque 10%. On peut toutefois s'attendre à ce qu'au milieu de 1974 les échanges se développent à une cadence plus en rapport avec l'expansion de la production» et à ce que «le taux de croissance des échanges en termes réels puisse tomber aux environs de 5% au deuxième semestre de 1974, pour se redresser aux environs de 7 à 8% au premier semestre de l'an prochain». En termes nominaux, «les importations de la zone de l'O.C.D.E. s'accroîtraient de 40 à 45% (en monnaies nationales) cette année et de 14% environ au premier semestre de 1975. Quant aux exportations, elles augmenteraient de 30 à 35% (en monnaies nationales) en 1974 et d'environ 15 à 16% au premier semestre de 1975.»

La balance courante de la zone de l'O.C.D.E., en raison, pour une bonne part, de la détérioration du solde de la balance commerciale, «a brusquement accusé un déficit important qui, d'après les estimations, paraît avoir atteint un taux annuel proche de 30 milliards de dollars au premier trimestre de l'année en cours, alors même que les nouveaux prix du pétrole n'avaient été appliqués que pendant une partie de cette période; pour l'ensemble de l'année, on s'attend à ce que le déficit s'établisse non loin de 40 milliards de dollars». On peut rapprocher ce chiffre de l'excédent de 5 milliards de dollars enregistré en 1973. En commentant cette variation spectaculaire, les auteurs du rapport signalent que, «outre les problèmes d'ajustement découlant de [l'ampleur du] déficit même, d'autres difficultés vont probablement surgir du fait de sa répartition inégale». Pour l'ensemble de 1974 «l'Allemagne et le Benelux . . . enregistreront probablement un excédent courant . . . la balance des États-Unis pourrait être proche de l'équilibre, et le déficit du Canada atteindra sans doute moins de 1% du P.N.B. Ces pays représentent environ 60% du P.N.B. de la zone. Les autres pays . . . se partageront donc un déficit total de près de 45 milliards de dollars. En moyenne, les déficits attendus dans ce groupe de pays correspondent à 3% environ du P.N.B.» mais, dans le cas de l'Italie, du Royaume-Uni et de quelques petits pays, «les déficits prévus . . . sont de l'ordre de 6% de leur P.N.B.».

Au niveau des pays, on remarque que «l'Allemagne, qui avait enregistré le plus fort excédent en 1973, sera sans doute le seul pays Membre dont la balance courante accusera une variation positive en 1974». La balance courante des États-Unis «accusera sans doute une détérioration de l'ordre de 4 milliards de dollars pour cette année (essentiellement au titre des échanges) . . . et marquera probablement un léger déficit pour l'ensemble de l'année»* tandis que «la balance courante du Japon, qui a diminué de 6 1/2 milliards de dollars en 1973, pourrait subir cette année une dégradation du même ordre, de sorte que le déficit paraît devoir s'établir entre 7 et 8 milliards de dollars». On prévoit également que le déficit courant du Royaume-Uni augmentera cette année d'environ 6 milliards pour passer à 10 milliards de dollars «dont 5 milliards de dollars environ représenteront l'alourdissement de la facture pétrolière». Dans le cas de l'Italie, «la dégradation . . . pour cette année pourrait ne dépasser que de 1 à 1 1/2 milliard de dollars l'augmentation de la facture pétrolière estimée à 5 milliards de dollars, ce qui impliquerait pour 1974 un déficit courant de l'ordre de 8 1/2 milliards à 9 milliards de dollars». On s'attend à voir le déficit de la balance courante française «augmenter en 1974 d'un montant à peu près égal à celui de l'augmentation de la facture pétrolière – chiffrée à 5 1/2 milliards de dollars – et . . . s'établir entre 6 et 6 1/2 milliards de dollars». En raison pour une bonne part du fait que la demande intérieure est plus forte que la demande à l'exportation, «la balance courante du Canada pourrait . . . se dégrader en 1974, accusant un déficit d'environ 1 1/4 milliard de dollars». En Australie également, une croissance rapide des importations, conjugée à un ralentissement de la croissance des exportations, pourrait vraisemblablement convertir «la position excédentaire [de la balance courante] en 1972-73 à un déficit de 1 1/2 à 2 milliards de dollars».

Se tournant vers l'avenir, les auteurs du document affirment que «le déficit total de la zone de l'O.C.D.E. diminuera sans doute quelque peu» à partir du milieu de 1974 mais que, «les pays de l'O.P.E.P. dépensant une fraction croissante de leurs recettes d'exportation . . . , le déficit sera probablement encore de l'ordre de 40 milliards de dollars au premier semestre de l'an prochain». Le Secrétariat prévoit qu'à plus longue échéance «la balance courante de la zone de l'O.C.D.E. accusera pendant plusieurs années un important déficit qui, il est vrai, ira diminuant». «Au premier semestre de 1975 la répartition du déficit total paraît devoir être un peu moins inégale; mais, à supposer que les politiques présentes restent inchangées, il paraît peu probable que l'amé-

*N.D.L.R. : Les révisions apportées aux statistiques de la balance courante américaine ont réduit d'environ 2.4 milliards de dollars le déficit de celle-ci, qui a été ainsi ramené à 0.7 milliard.

lioration se fasse avec une rapidité suffisante pour éviter qu'un certain nombre de pays ne rencontrent des problèmes de financement.» «Pour l'ensemble de la zone, il ne devrait pas y avoir de problèmes de financement . . . », mais «certains pays rencontrent déjà des difficultés pour se procurer des moyens de financement . . . » Le document soutient que le problème réside en partie dans le fait que «à cette date, une grande partie des fonds pétroliers se sont placés en instruments du marché monétaire à très court terme» tandis que «la demande de fonds des pays qui ont besoin de financer des déficits courants est à relativement long terme, ce qui pose un problème d'intermédiation. Bien que des modifications de la structure des taux d'intérêt puissent contribuer dans une certaine mesure à résoudre les problèmes, il est également souhaitable que des arrangements officiels de recyclage soient pris à titre de dispositif de sécurité.» «Des dispositions spéciales de financement, soutiennent les auteurs, pourraient devoir être prises, à bref délai, pour certains des pays pauvres les plus éprouvés.» Un certain nombre de pays en voie de développement ont été particulièrement touchés par «des fortes hausses intervenues simultanément dans les prix du pétrole, des produits alimentaires, des engrais et des produits manufacturés»; à cela s'ajoute le fait qu'ils «sont tributaires de l'exportation de produits de base qui n'ont pas participé à la flambée générale des prix». Pour d'autres pays qui se sont bien tirés de la situation créée par la montée en flèche des prix des matières premières, le problème est moins crucial; encore leur position pourrait-elle s'aggraver, car «les termes de l'échange des produits de base par rapport aux produits manufacturés ont probablement atteint un maximum cyclique, et ils risquent fort de se dégrader encore dans des proportions considérables».

New method of valuing the SDR

Effective 1 July 1974, the International Monetary Fund put into operation a new method of valuing the special drawing right (SDR) *in terms of currencies, using the technique known as the "standard basket". In line with this change, Canada's total official international reserves will be shown in Table 64 valued in* SDRs *as well as U.S. dollars and the value of the SDR in terms of the Canadian dollar will be carried with other exchange rates in Table 62, beginning with this issue of the Review. The steps used in the valuation of the SDR by the new method, were outlined in an article in a recent issue of the IMF Survey. The article, written by David S. Cutler, Chief, SDR Division, IMF Treasurer's Department, is reproduced below.*

From 1 January 1970, when the first SDRs were allocated to those Fund members that participate in the Special Drawing Account, until the end of June of this year, the Fund valued the SDR in terms of the U.S. dollar at the par value of the dollar; exchange rates for the SDR against other currencies were derived from representative market rates for those currencies against the dollar. For example, in January 1970, one U.S. dollar was equal to one SDR – both having the same weight of gold – and the rates for the SDR against, say, the deutsche mark, French franc, or pound sterling were simply the market rates for those currencies against the dollar.

After two changes in the par value of the U.S. dollar, the exchange rate for the SDR in terms of the dollar had moved to SDR 1 = U.S. $1.20635. Thus, with a market rate for the deutsche mark of, say, DM 2.50 per U.S. dollar, the rate for the SDR in terms of the deutsche mark was derived by multiplying the rate of DM 2.50 by $1.20635 (the rate of the SDR in terms of the dollar) to give a rate of SDR 1 = DM 3.01588. In practice, the Fund actually uses rates expressed as one currency unit in terms of a certain SDR amount: for example, U.S. $1 = SDR 0.828948 or DM 1 = 0.331578, which are the reciprocals of the rates quoted above.

The implication of this method of valuation was that the value of the U.S. dollar was fixed, while the values of other currencies fluctuated

Nouvelle méthode d'évaluation du DTS

Le 1er juillet 1974, le Fonds Monétaire International a mis en vigueur une nouvelle méthode d'évaluation du droit de tirage spécial (DTS) en monnaies, selon la méthode dite du «panier-type». Conformément à cette mesure, les données du Tableau 64 de la Revue relatives aux réserves de liquidités internationales seront exprimées à la fois en DTS et en dollar É-U.; de même, la valeur du DTS en dollars canadiens figurera avec d'autres taux de change au Tableau 62 à partir du présent numéro. Les étapes à suivre pour le calcul de la valeur des DTS *selon la nouvelle méthode ont été définies dans un article publié récemment dans le Bulletin du F.M.I. Nous reproduisons dans les lignes qui suivent l'article en question, signé de David S. Cutler, Chef de la Division des DTS, Département de la Trésorerie du F.M.I.*

Entre le 1er janvier 1970, date de la première allocation de DTS aux pays membres du Fonds participant au Compte de Tirage Spécial, et le 30 juin 1974, le Fonds évaluait les DTS en dollars É.-U., à la parité du dollar. Le taux de change du DTS par rapport aux autres monnaies était calculé en fonction du taux de ces monnaies par rapport au dollar sur le marché de référence. Par exemple, en janvier 1970 un dollar É.-U. était égal à un DTS – tous deux correspondant au même poids d'or – et le taux du DTS par rapport au deutsche mark, au franc français ou à la livre sterling était celui de ces devises sur le marché, par rapport au dollar.

Après deux modifications de la parité du dollar É.-U., le taux de change du DTS par rapport au dollar est devenu 1 DTS = 1.20635 dollar É.-U. Donc, si le cours du deutsche mark était égal à 2.50 deutsche mark pour un dollar É.-U., on calculait le taux du DTS par rapport au deutsche mark en multipliant 2.50 deutsche mark par 1.20635 (taux du DTS par rapport au dollar), ce qui donnait 1 DTS = 3.01588 deutsche mark. Dans la pratique, le Fonds utilisait des taux exprimés sous forme d'une unité monétaire par rapport à un certain montant de DTS, par exemple: 1 dollar É.-U. = 0.828948 ou 1 DM = 0.331578, c'est-à-dire l'inverse des taux cités plus haut.

Cette méthode d'évaluation supposait que la valeur du dollar É.-U. était fixe et que les autres monnaies fluctuaient par rapport au dollar. Après la décision des autorités américaines, en août 1971, de ne plus convertir en

in terms of the dollar. Following the declaration of the United States authorities in August 1971 that they would no longer convert foreign official dollar balances into primary reserve assets, and with the subsequent moves of Fund member countries to a system of widespread floating of exchange rates, there was growing support for a different method of valuation.

On 1 July 1974, after extensive study and discussion by the Fund's Executive Directors, the Fund put into operation a new SDR valuation technique, which has come to be known as the "standard basket". Some two weeks earlier, on 13 June 1974 the Executive Directors had taken a decision to adopt this method of valuation for the interim period prior to the reform of the international monetary system. Their decision included a determination of the currencies to be included in the basket and the percentage weights to be assigned to each currency in one SDR. The countries and the weights, in per cent, are:

United States	33
Germany	12.5
United Kingdom	9
France	7.5
Japan	7.5
Canada	6
Italy	6
Netherlands	4.5
Belgium	3.5
Sweden	2.5
Australia	1.5
Spain	1.5
Norway	1.5
Denmark	1.5
Austria	1
South Africa	1

The currencies in the basket are those of countries with a share in world exports of goods and services that averaged more than 1 per cent in 1968-72. Relative weights for each currency are broadly proportionate to the country's exports, but are modified to recognize that the share in trade does not necessarily give an adequate measure of a currency's weight in the world economy.

The final step prior to putting the standard basket into effect was to convert these percentage weights into the units of each of the sixteen currencies included in the basket.

An important element in the conversion of the percentage weights into these currency components was the desire to preserve continuity of valuation for Fund operations and transactions, and this was accomplished by ensuring that these components, valued at market exchange rates

avoirs de réserves primaires les balances officielles en dollars détenues à l'étranger, et l'adoption subséquente par plusieurs pays membres du Fonds d'un système généralisé de taux de change flottants, il est apparu de plus en plus nécessaire de trouver une nouvelle méthode d'évaluation.

Le 1er juillet 1974, à l'issue d'études et de discussions approfondies par ses Administrateurs, le Fonds applique pour la première fois une nouvelle méthode d'évaluation du DTS que l'on appelle le «panier-type». Deux semaines environ auparavant, le 13 juin 1974, les Administrateurs avaient décidé d'adopter cette méthode d'évaluation pour la période intérimaire précédant la réforme du système monétaire international. Cette décision indiquait les monnaies devant faire partie du «panier» ainsi que le coefficient de pondération de chaque monnaie dans un DTS. Les pays et le coefficient de pondération de leur monnaie sont les suivants:

États-Unis	33
Allemagne fédérale	12.5
Royaume-Uni	9
France	7.5
Japon	7.5
Canada	6
Italie	6
Pays-Bas	4.5
Belgique	3.5
Suède	2.5
Australie	1.5
Espagne	1.5
Norvège	1.5
Danemark	1.5
Autriche	1
Afrique du Sud	1

Les monnaies du «panier» sont celles des pays dont la part dans les exportations mondiales de biens et services a été, en moyenne, supérieure à 1 pour 100 au cours de la période 1968-72. Le coefficient affecté à chaque monnaie est à peu près proportionnel aux exportations du pays mais elle est ajustée de manière à tenir compte du fait que la part d'un pays dans les échanges commerciaux mondiaux ne reflète pas nécessairement de manière satisfaisante l'importance de sa monnaie dans l'économie mondiale.

La dernière étape avant l'application du «panier-type» a été la conversion de ces coefficients de pondération en unités de chacune des seize monnaies comprises dans le «panier».

En convertissant ces coefficients en éléments il a fallu tenir compte notamment du désir d'assurer une évaluation continue du DTS pour les opérations et transactions du Fonds; on y est parvenu en faisant en sorte que ces éléments évalués aux taux du marché des changes du 28 juin 1974 donnent pour le DTS la même valeur en dollar É.-U. que l'ancienne méthode, soit

on 28 June 1974, would yield the same value for the SDR in terms of the U.S. dollar as the old method of valuation, that is, SDR 1 = U.S. $1.20635. Since 1 July 1974, however, the value of the SDR in terms of U.S. dollars fluctuates from day to day as market exchange rates change.

The currency components (that is, the amounts of each currency), which were calculated on 28 June 1974, are:

CURRENCY	UNITS OF CURRENCY IN ONE SDR
U.S. dollar	0.40
Deutsche mark	0.38
Pound sterling	0.045
French franc	0.44
Japanese yen	26
Canadian dollar	0.071
Italian lira	47
Netherlands guilder	0.14
Belgian franc	1.6
Swedish krona	0.13
Australian dollar	0.012
Danish krone	0.11
Norwegian krone	0.099
Spanish peseta	1.1
Austrian schilling	0.22
South African rand	0.0082

Thus, since 1 July 1974, for the purpose of calculating the exchange rate for the SDR in terms of a given currency, one SDR is equal to the sum of the sixteen currency components of the basket.

Calculation of exchange rates

It remains for the Fund, on a daily basis, to determine exchange rates for the SDR in terms of individual currencies.

For any currency – say, the French franc – its rate against the SDR could be determined by valuing each of the currency components at its market rate against the franc. The sum of the French franc equivalents of each component would then yield the rate for the SDR in terms of the French franc.

It would, however, at the least be highly inconvenient for the Fund to attempt to collect market exchange rates in terms of the currencies in the basket for all the currencies for which an exchange rate for the SDR might be required. For convenience, therefore, the Fund uses market rates for the U.S. dollar, which are readily available for all currencies in the basket, first to calculate the rate for the SDR in terms of the U.S. dollar, and subsequently to derive rates for the SDR in terms of other currencies. This practice is, however, merely a question of convenience,

1 DTS = 1.20635 dollar É.-U. Or, depuis le 1er juillet, la valeur du DTS par rapport au dollar É.-U. varie au jour le jour, en fonction des fluctuations des taux du marché.

Ces éléments de monnaies (c'est-à-dire la quantité de chaque devise), calculés au 28 juin 1974, sont les suivants:

MONNAIE	NOMBRE D'UNITÉS MONÉTAIRES DANS 1 DTS
Dollar É.-U.	0.40
Deutsche mark	0.38
Livre sterling	0.045
Franc français	0.44
Yen japonais	26
Dollar canadien	0.071
Lire italienne	47
Florin néerlandais	0.14
Franc belge	1.6
Couronne suédoise	0.13
Dollar australien	0.012
Couronne danoise	0.11
Couronne norvégienne	0.099
Peseta espagnole	1.1
Schilling autrichien	0.22
Rand sud-africain	0.0082

Ainsi, depuis le 1er juillet 1974, pour déterminer le taux de change du DTS par rapport à une monnaie donnée, on attribue audit DTS une valeur égale à la somme des seize éléments de monnaies du «panier».

Détermination du taux de change

Il reste donc au Fonds à déterminer un taux de change quotidien du DTS par rapport à chacune des seize monnaies.

Pour connaître le taux de change d'une monnaie quelconque – par exemple, le franc français – par rapport au DTS, il suffit d'exprimer les seize éléments en francs, d'après le cours, sur le marché, de chaque monnaie par rapport au franc; en additionnant les montants ainsi obtenus, on obtient le taux du DTS par rapport au franc français.

Toutefois, il serait à tout le moins très malcommode pour le Fonds d'essayer de rassembler les taux du marché, par rapport aux monnaies du «panier», de toutes les monnaies dont on aurait besoin d'exprimer le taux de change en DTS. C'est pourquoi le Fonds utilise les taux du marché du dollar É.-U., qu'il est facile de connaître pour toutes les monnaies du «panier», afin de calculer le taux du DTS en fonction du dollar, puis à partir de là, en fonction des autres monnaies. Cette façon de procéder a pour seul objectif de faciliter les choses, et ne confère au dollar É.-U. aucun statut spécial par rapport au DTS. En fait, si les cross-rates sont cohérents, la valeur du DTS exprimée,

and does not confer on the U.S. dollar any special status vis-à-vis the SDR. In fact, given fully consistent cross-rates, the value of the SDR in terms of, say, the French franc would be the same under the method of calculation used as under a method that valued each currency component in terms of the franc.

Table I shows the calculation of the rate for the SDR in terms of the U.S. dollar on 2 July 1974.

Each currency component in Column (1) is valued at its market exchange rate against the U.S. dollar on the date of the calculation, yielding the U.S. dollar equivalents in Column (3). These are totaled to show the U.S. dollar equivalent of one SDR; that is, SDR 1 = $1.206375

For speed and convenience in the reporting of market exchange rates for the currencies in the basket, the Fund has made arrangements to receive rates for these currencies, with the exception of the yen, from either the London, New York, or Frankfurt exchange markets. For the yen, the rate is reported from Tokyo.

Once the rate for the U.S. dollar is calculated in the manner set out above, the Fund can then calculate rates for the SDR against other currencies by using their market rates against the U.S. dollar. The method

par exemple, en francs français doit être la même, que l'on ait recours à cette méthode ou à l'évaluation de chaque élément en francs français.

Le Tableau I indique comment le calcul de la valeur du DTS par rapport au dollar É.-U. a été effectué le 2 juillet 1974.

On évalue d'abord chacun des éléments (colonne 1) en dollars É.-U. en appliquant le taux de change en vigueur sur le marché le jour du calcul. Puis on additionne les équivalents-dollar (colonne 3) pour obtenir la contre-valeur en dollars É.-U. du DTS; le 2 juillet, celle-ci était de 1.206375 dollar É.-U.

Pour des raisons de rapidité et de commodité, le Fonds a pris des dispositions pour que les taux de toutes les monnaies du «panier» – à l'exception du yen – lui soient transmis depuis le marché des changes de Londres, de New York ou de Francfort; dans le cas du yen, le taux sera communiqué par le marché de Tokyo.

Une fois que le Fonds a déterminé le taux du DTS par rapport au dollar É.-U. suivant le procédé exposé plus haut, il peut aussi calculer la valeur du DTS en d'autres monnaies en utilisant le taux de celles-ci sur le marché par rapport au dollar. À ce niveau, la méthode reste la même que par le passé. Par exemple, si 1 DTS = 1.206375 dollar É.-U., et si le taux représentatif du franc français sur le marché de Paris s'établit à 4.81 francs = 1 dollar É.-U.,

Table I
Tableau I

International Monetary Fund SDR valuation, 2 July 1974
Mode de calcul de la valeur du DTS par le Fonds Monétaire International (2 juillet 1974)

Currency components / Éléments de monnaies (1)	Exchange rates 2 July 1974* / Taux de change le 2 juillet 1974* (2)	U.S. dollar equivalent / Équivalent en dollars É.-U. (3)	
U.S. dollar	0.4000	1.00000	0.400000	Dollar É.-U.
Deutsche mark	0.3800	2.55750	0.148583	Deutsche mark
Pound sterling	0.0450	2.38800	0.107460	Livre sterling
French franc	0.4400	4.81350	0.091410	Franc français
Japanese yen	26.0000	285.90000	0.090941	Yen japonais
Canadian dollar	0.0710	1.02850	0.073024	Dollar canadien
Italian lira	47.0000	646.50000	0.072699	Lire italienne
Netherlands guilder	0.1400	2.66350	0.052562	Florin néerlandais
Belgian franc	1.6000	38.10000	0.041995	Franc belge
Swedish krona	0.1300	4.37500	0.029714	Couronne suédoise
Australian dollar	0.0120	0.67227	0.017850	Dollar australien
Danish krone	0.1100	5.98100	0.018392	Couronne danoise
Norwegian krone	0.0990	5.44350	0.018187	Couronne norvégienne
Spanish peseta	1.1000	57.27000	0.019207	Peseta espagnole
Austrian schilling	0.2200	18.25500	0.012051	Schilling autrichien
South African rand	0.0082	0.66669	0.012300	Rand sud-africain
U.S. $ dollar equivalent of 1 SDR			1.206375	Valeur de 1 DTS en dollars É.-U.
SDR value of U.S. $1.			0.828930	Valeur de 1 dollar É.-U. en DTS

*Quoted in terms of currency units per U.S. dollar, except for the pound sterling and the Canadian dollar, which are quoted as U.S. dollars per currency unit in accordance with the practice of the market.

*Cotés en unités monétaires pour un dollar É.-U., sauf pour la livre sterling et le dollar canadien, qui sont cotés en dollars É.-U. pour une unité monétaire, conformément à la pratique du marché.

of calculation is the same as that used in the past. For example, with SDR 1 = U.S. $1.206375, and with a representative market rate for the French franc in Paris of F 4.81 = U.S. $1, the rate for the SDR in terms of the franc is 4.81 multiplied by 1.206375; that is, SDR 1 = F 5.80266. For the pound sterling, since this is normally expressed as dollars per pound, the rate against the SDR is calculated by dividing the London representative market rate ($2.388 per pound) into the rate of $1.206375 per SDR, thus yielding a rate of SDR 1 = £0.505182.

For accounting purposes, and for calculations involving SDRs and currencies, the Fund employs rates expressed as SDRs per currency unit (e.g., U.S. $1 = SDR 0.828930), and the calculations made by the Fund involve dividing the rate for one dollar by the rate for a currency against the dollar. For example, 0.828930 is divided by the rate for the franc of F 4.81 to yield F 1 = SDR 0.172335.

In these calculations of rates for the SDR against currencies other than the U.S. dollar, the Fund does not use the exchange rates used in the calculation of the SDR/dollar rate set out above but instead uses rates obtained from individual exchange markets. With the exception of the yen rate, the rates for that calculation are normally reported from one exchange market, and are the ruling rates at a particular time of day, for example, at noon in the London market. However, the rates for individual currencies against the U.S. dollar used to derive exchange rates for the SDR against those currencies are the so-called "representative rates," which are reported individually by the central banks concerned. The basis for these rates, which are intended to be representative of market rates, on the day of the calculation, has been agreed between the Fund and the member. As examples, the representative rate for the pound sterling is the noon rate in London; for the Mexican peso it is the middle rate between the average buying and selling rates reported by the main commercial banks to the Banco de Mexico in Mexico City at the close of each business day. At present the Fund has agreed representative rates with nearly twenty members whose currencies have been, or will be, used in SDR transactions or General Account transactions, and the number of these members is expected to grow in coming months.

Valuation of the SDR in terms of currencies for which the Fund has established representative rates is shown in Table II on the following page. Rates for the SDR in terms of currencies are calculated daily by the Fund.

le taux du DTS en francs sera de 4.81 fois 1.206375, soit 5.80266 francs. Dans le cas de la livre sterling, le taux de change étant normalement exprimé en dollars pour une livre, on calculera la valeur du DTS en divisant de Londres (2.388 dollars pour une livre) par la valeur du DTS en dollars (1.206375), ce qui donne en l'occurrence 1 DTS = 0.505182 livre.

Dans les calculs portant sur le DTS et des monnaies, le Fonds utilise, à des fins comptables, des taux exprimés en DTS pour une unité monétaire (par exemple, 1 dollar É.-U. = 0.828930 DTS); il divise donc la valeur en DTS du dollar par le taux d'une monnaie donnée par rapport au dollar. Dans l'exemple considéré, on divise donc 0.828930 par 4.81 – le taux du franc – et l'on obtient 1 franc = 0.172335 DTS.

Pour calculer la valeur du DTS dans les différentes monnaies autres que le dollar É.-U., le Fonds ne se sert pas des mêmes taux de change que pour établir le taux du DTS par rapport au dollar mais des taux des marchés nationaux. (Dans ce dernier cas, les taux sont généralement prélevés, comme on l'a vu, sur un seul marché – sauf pour le yen – et à un moment précis de la journée, par exemple à midi sur le marché de Londres.) Il utilise alors des taux dits «représentatifs», qui lui sont communiqués par les banques centrales intéressées. Le Fonds a convenu avec les pays membres de la base de détermination de ces taux, qui doivent être représentatifs des cours du jour sur le marché. Par exemple, le taux représentatif de la livre sterling est le taux qui prévaut à Londres, à midi; pour le peso mexicain, c'est le taux médian entre les taux moyens acheteur et vendeur communiqués tous les jours à la fermeture des guichets par les principales banques commerciales à la Banque du Mexique à Mexico. Actuellement, le Fonds a convenu de la définition de taux représentatifs avec près de vingt pays membres dont la monnaie est ou sera utilisée dans les transactions en DTS ou dans celles du Compte général, et le nombre de ces pays devrait augmenter dans les mois à venir.

Le Tableau II, à la page suivante, donne la valeur du DTS dans les monnaies pour lesquelles le Fonds a établi un taux représentatif. Ces valeurs sont calculées quotidiennement par le Fonds.

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

23 July 1974

The Bank of Canada announced tonight that the Bank Rate has been increased to 9¼ per cent effective July 24, 1974. The Bank Rate had been set at 8¾ per cent on May 13, 1974.

In commenting on the increase in the Bank Rate the Governor of the Bank of Canada, Mr. Gerald K. Bouey, drew attention to the continuing strong demand for credit in Canada and to the prevailing high levels of short-term interest rates abroad. This move brings the Bank Rate more closely into line with current levels of other short-term interest rates in Canada.

It remains the basic objective of the Bank's policy to facilitate rates of expansion of money and credit consistent with continuing growth of the Canadian economy as well as a moderation of inflationary pressures.

The interest rate at which the Bank is prepared to enter into Purchase and Resale Agreements with money market dealers will continue to be set at ¼ of one per cent above the average 91-day treasury bill rate at the latest weekly tender, subject to a minimum of Bank Rate minus ¾ of one per cent and a maximum of Bank Rate plus ½ of one per cent.

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 23 juillet 1974

La Banque du Canada a annoncé ce soir un relèvement du taux d'escompte, qui passe à 9¼% à compter du 24 juillet 1974. Ce taux avait été fixé à 8¾% le 13 mai 1974.

A l'occasion de cette augmentation du taux d'escompte, le Gouverneur de la Banque du Canada, M. Gerald K. Bouey, a fait état de la persistance d'une forte demande de crédit au Canada et du niveau élevé du loyer de l'argent à court terme à l'étranger. Cette mesure rapproche davantage le taux d'escompte du niveau actuel des taux d'intérêt à court terme au Canada.

L'objectif fondamental de la politique de la Banque, qui est de favoriser une expansion de la monnaie et du crédit compatible à la fois avec une croissance ininterrompue de l'économie canadienne et avec une modération des pressions inflationnistes, demeure inchangé.

Le taux d'intérêt auquel la Banque est disposée à effectuer des prises en pension d'effets avec les négociants agréés du marché monétaire continue d'être de ¼% plus élevé que le taux moyen des bons du Trésor à 91 jours à la dernière adjudication hebdomadaire, sous réserve d'un minimum égal au taux d'escompte diminué de ¾% et d'un maximum égal au taux d'escompte augmenté de ½%.

Industrial Capacity

Perspectives on capacity utilization in Canada

Guy Glorieux and Paul Jenkins

One of the more important aspects of developments in the Canadian economy during the past year and a half has been the pressure on the country's productive capacity stemming from the high level of aggregate demand. But while there has been clear evidence of supply problems in a number of areas, the extent to which these constraints reflected a narrowing of the over-all margin of slack in the economy is less easily determined.

Traditionally the degree of tightness or ease in the economy has been monitored primarily as it has been reflected in labour markets. The level of unemployment is, of course, an important indication of the extent to which the country's resources are being utilized. However during the recent period of strong economic expansion, even though the over-all rate of unemployment has remained relatively high by historical standards, other labour market indicators have suggested a much greater degree of tightness. There have, for example, been widespread reports of shortages of skilled and unskilled labour, and statistics on job vacancies have also pointed to a greater tightening of the labour market than indicated by the measured rate of unemployment. This has tended to confirm the view that, in part because of the marked changes in recent years in the composition of the labour force, a given level of over-all unemployment does not reflect the same degree of ease in the labour market or in the economy as a whole as it did formerly.

Even apart from the questions surrounding the precise interpretation of the unemployment rate, labour is not the only factor that goes into determining the amount of output that can be produced per unit of time. Also very important is the amount of capital equipment available and the level of technology that it embodies. Since the amount of productive

Mr. Glorieux is an Assistant Chief of the Research Department, while Mr. Jenkins is an economist in that Department.

L'utilisation des capacités de production au Canada

par Guy Glorieux et Paul Jenkins

Les pressions exercées sur l'appareil productif de notre pays par suite de la vigueur de la demande globale constituent depuis un an et demi l'une des caractéristiques les plus importantes de la conjoncture économique au Canada. Toutefois, bien que des problèmes d'approvisionnement se soient clairement manifestés dans un certain nombre de secteurs, il n'est pas facile de déterminer dans quelle mesure ces contraintes correspondent à un rétrécissement de la marge globale de capacité inutilisée.

L'examen du niveau de tension ou de détente dans l'économie s'effectue habituellement dans le cadre de l'analyse du marché du travail. Il va sans dire que le taux de chômage fournit des renseignements précieux sur le niveau d'utilisation des ressources. Cependant, au cours de la récente période de forte expansion économique, le taux global de chômage est resté relativement élevé par rapport aux niveaux passés alors que d'autres baromètres du marché du travail laissaient entrevoir des tensions bien plus marquées. Ainsi, on a signalé à maintes reprises des pénuries de main-d'œuvre, qualifiée ou non, tandis que les statistiques sur les postes vacants témoignaient également d'un plus grand resserrement du marché que ne l'indiquait le taux de chômage enregistré. Ces constatations tendent à confirmer l'opinion que, notamment à la suite des nettes modifications dans la composition de la population active enregistrées ces dernières années, un taux donné de chômage global n'indique pas le même degré d'aisance sur le marché du travail et dans l'économie prise dans son ensemble qu'il impliquait dans le passé.

Même abstraction faite des difficultés que suscite l'interprétation exacte du taux de chômage, il faut se rappeler que la main-d'œuvre n'est pas l'unique facteur de détermination de la quantité de biens pouvant être produite par unité de temps. Jouent également un rôle important le parc d'équipement disponible et son degré de perfectionnement technique. Étant donné que

MM. Glorieux et Jenkins sont tous deux attachés au Département des recherches de la Banque du Canada, le premier au titre de Chef adjoint, le deuxième à celui d'économiste.

capacity available can be a constraining factor in increasing output in the short-run, it is extremely important for demand-management purposes to be able to monitor developments in this area. Indeed, in view of the difficulties of interpreting the unemployment measures and the widespread evidence of strains in the economy over the past year or so, it has become even more crucial to have reliable supplementary indicators of the degree of tightness in the economy.

This article reports on recent work at the Bank on measuring industrial capacity utilization in Canada by deriving capacity output from estimates of the capital stock.* The methodology that has been used is explained in an Appendix. However it should be noted here that the aggregate measure, which reflects operating rates in individual industries at the two-digit level of the standard industrial classification, covers the non-agricultural goods producing sector of the economy. This sector, which includes in addition to manufacturing, mining, utilities and construction, accounts for roughly 40 per cent of total real domestic product and for about 30 per cent of total employment. The service industries were not included as the availability of capital equipment tends to be less of a constraining factor in increasing output in most service industries, with the notable exception of transportation, than is the case for goods producing industries. Similarly agriculture and fishing were excluded as output in these industries is strongly influenced by factors such as weather and other natural occurrences.

Any statistical measure of capacity utilization is, of course, no more than an approximation. However, a measure that directly relates the growth of capacity output to investment in plant and equipment through the use of capital stock estimates appears to have certain advantages over other available measures of capacity utilization. The Department of Industry, Trade and Commerce in calculating its index of industrial capacity utilization relies solely on past periods of peak output to determine the trend of capacity output. As explained more fully in the Appendix, measures of capacity utilization obtained from either approach show broadly similar cyclical movements but the degree of pressure indicated has at times differed significantly. For a few industries, information on estimated operating rates based on engineering capacity is also

*Statistics Canada has also been doing work in this area and will shortly be publishing a measure of capacity utilization for the manufacturing sector at the two-digit industry level. The methodology used by Statistics Canada is broadly similar to that used by the Bank, though there are a number of differences in the techniques that have been used, as well as in the coverage. Since the rates of capacity utilization indicated by the two measures are not very different, the Bank is not proposing to publish on a regular basis its own series on capacity utilization.

l'appareil productif en place peut limiter à court terme l'accroissement de la production, il est extrêmement important, pour mener une politique de la demande, d'être tenu au courant de l'évolution dans ce domaine. En fait, les problèmes que posent l'interprétation des statistiques sur le chômage et les nombreux signes de tension qui se sont manifestés dans l'économie au cours des quelque douze derniers mois font qu'il est devenu encore plus impératif de disposer d'un supplément d'indicateurs valables du degré de tension dans l'économie.

Cet article rend compte de travaux effectués ces derniers temps à la Banque du Canada en vue de mesurer le degré d'utilisation de l'appareil productif industriel, lesquels partent d'estimations du stock de capital fixe des entreprises pour calculer la capacité de production théorique*. La méthode suivie est décrite dans l'Annexe. Il convient de noter que cet indicateur global, qui traduit l'évolution de l'utilisation des capacités de production dans chacun des groupes industriels dotés d'un code à deux chiffres dans la classification type des industries, ne touche que le secteur des industries productrices de biens, agriculture exclue. Ce secteur, qui comprend outre les activités de fabrication l'industrie minière, les services d'utilité publique et la construction, fournit environ 40% du produit intérieur réel et occupe approximativement 30% de la population employée. Les industries productrices de services ont été exclues car, sauf dans la branche transports, la disponibilité de l'équipement y est bien moins susceptible d'exercer une contrainte sur la croissance de la production. Il a également été fait abstraction des secteurs de l'agriculture et de la pêche, dont la production est fortement soumise à l'influence du temps et d'autres éléments naturels.

Toutes les mesures statistiques de l'utilisation des capacités ne sont jamais, bien entendu, que des approximations. Toutefois, un indicateur qui se fonde sur des estimations du stock de capital fixe pour relier directement la croissance de la capacité de production théorique à l'investissement en installations et en équipement semble présenter certains avantages sur les autres instruments dont on dispose pour mesurer l'utilisation des capacités. Le ministère de l'Industrie et du Commerce, lui, pour calculer son indice de l'utilisation de la capacité dans l'industrie, ne tient compte que des sommets conjoncturels de production pour déterminer la tendance de la capacité théorique. Ainsi qu'il est expliqué plus en détail dans l'Annexe, l'évolution cy-

*Statistique Canada travaille aussi dans ce domaine et publiera sous peu un indicateur de l'utilisation des capacités dans le secteur de la fabrication au niveau des groupes industriels à code de deux chiffres. Cet organisme emploie à peu près la même méthode que la Banque du Canada, encore que les techniques utilisées et le champ couvert présentent un certain nombre de différences. Étant donné l'assez grande similitude des deux indicateurs d'utilisation des capacités, la Banque n'envisage pas la publication régulière de ses propres statistiques dans ce domaine.

available from trade associations, but it is not possible to build up a comprehensive index from such data. The discussion in the remainder of the article will focus on utilization rates and the pattern of growth in capacity output since the early 1960s, as indicated by the measure developed in the Bank.

Chart I shows the rate of capacity utilization in the non-farm goods producing sector over the period since 1961, the earliest date for which it is possible to construct a consistent series. It illustrates the marked cyclical pattern of operating rates during the 1960s and early 1970s, a pattern that is broadly consistent with other measures of economic activity. During the early 1960s, as the pace of economic activity quickened, operating rates moved up strongly from their relatively depressed levels in early 1961, reaching a zone of peak utilization by 1965. This was followed by a period of somewhat lower operating rates, a moderate upturn through 1968 and early 1969 being followed by a further decline to a cyclical low point at the end of 1970. The economic recovery that began at that time brought a sharp rise in operating rates, with the

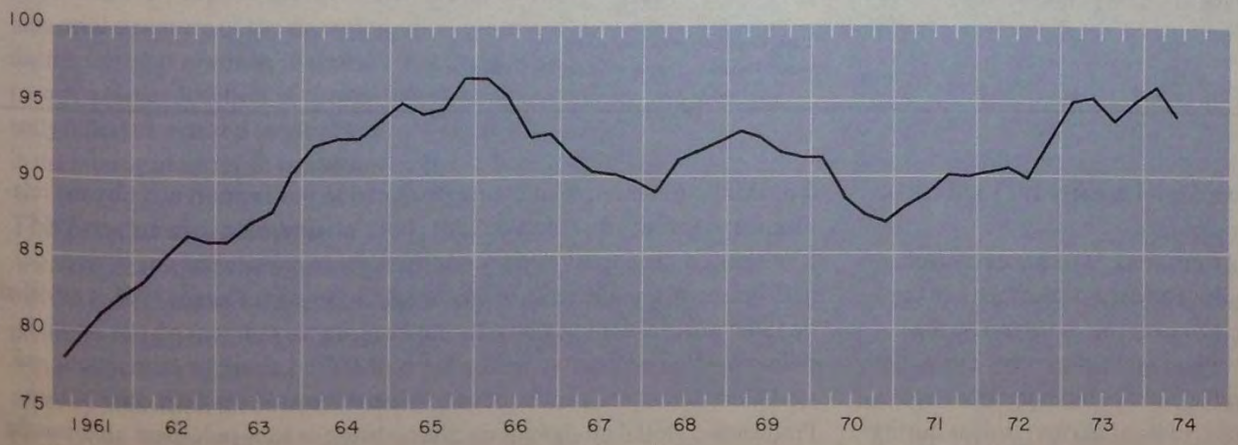
clique qui se dégage de l'examen de ces deux indicateurs est assez comparable, mais le degré de tension indiqué présente parfois des différences sensibles. Par ailleurs, s'il est possible d'obtenir auprès des associations patronales d'un certain nombre de secteurs industriels des données sur les taux d'utilisation estimatifs basés sur la capacité technique de production, ces renseignements sont fragmentaires et ne permettent pas la construction d'un indice global. Passons maintenant à l'analyse des taux d'utilisation et du profil de croissance de la capacité de production théorique depuis le début des années soixante, d'après l'évolution que permet de dégager l'indice élaboré à la Banque.

Le Graphique I indique le taux d'utilisation des capacités des industries productrices de biens, agriculture exclue, depuis 1961, date à partir de laquelle il est possible d'établir une série cohérente. Le graphique fait ressortir l'évolution fortement cyclique des taux d'utilisation pendant les années soixante et le début de la décennie suivante, évolution qui concorde grosso modo avec celle qui se dégage d'autres indices de l'activité économique. Au début des années soixante, le rythme de l'activité économique s'accélérant, les taux

Chart I Rate of capacity utilization: Non-farm goods producing industries*

Graphique I Taux d'utilisation de la capacité de production : industries productrices de biens, agriculture exclue*

Seasonally adjusted **Données désaisonnalisées**

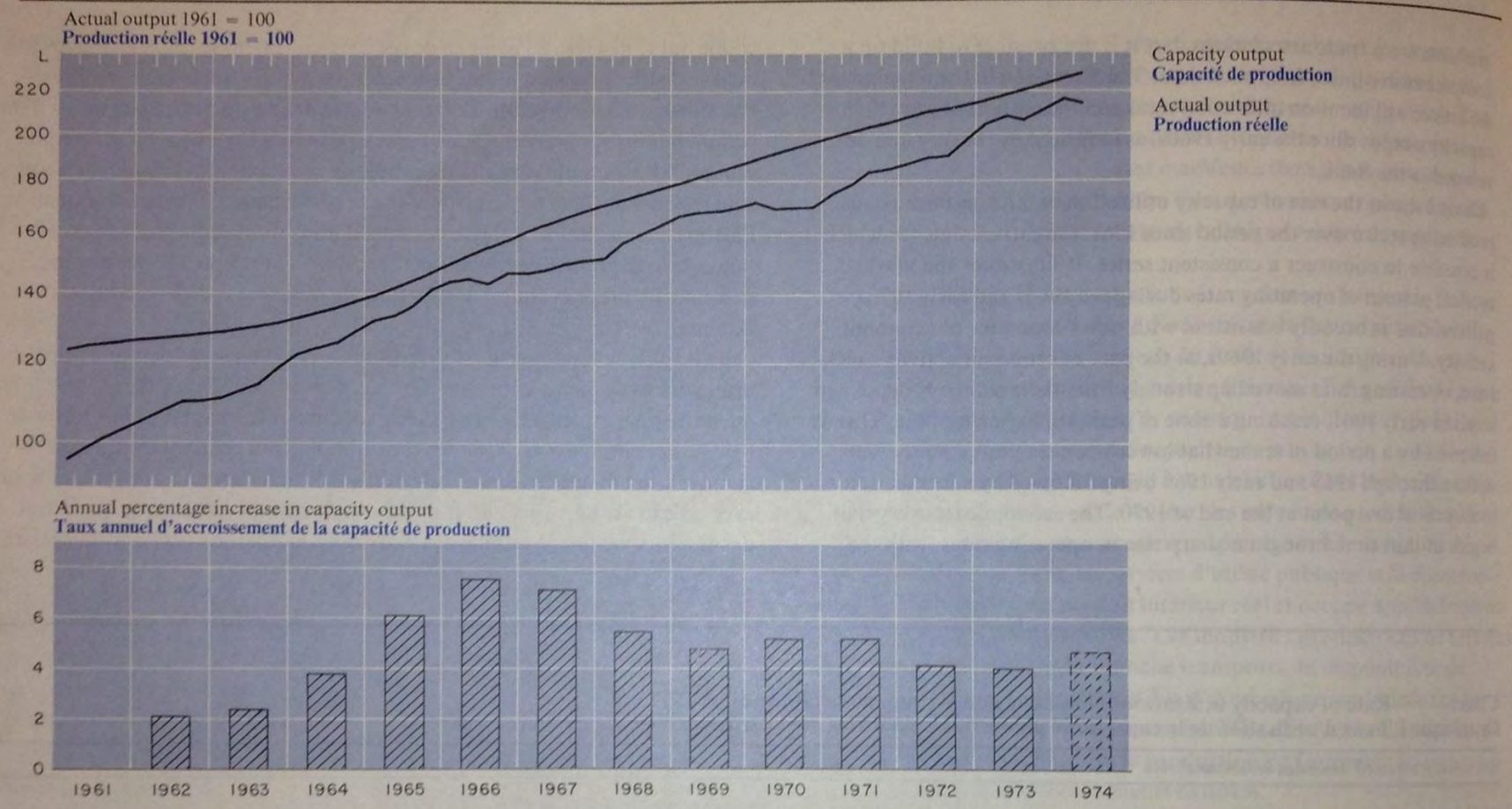


*Excludes fishing and trapping
Source: Bank of Canada

*Pêche et piégeage également exclus
Source : Banque du Canada

Chart II Capacity and output: Non-farm goods producing industries*
Graphique II Capacité de production et production réelle : industries productrices de biens, agriculture exclue*

Seasonally adjusted **Données désaisonnalisées**



*Excludes fishing and trapping
Source: Bank of Canada and Statistics Canada

***Pêche et piégeage également exclus**
Source : Banque du Canada et Statistique Canada

aggregate measure reaching a near-record level in early 1973 and remaining in this zone since then.

The fluctuations in industry operating rates since 1961 have reflected both the cyclical movement in actual output and the growth path of capacity output. The latter is largely determined over the short-run by the rate of business fixed investment in new plant and equipment. Typically such expenditures tend to be highly cyclical and to lag behind an upturn in over-all demand. The relative weakness of business investment during

d'opération ont marqué une forte progression par rapport aux niveaux relativement déprimés du début de 1961, pour atteindre un sommet vers 1965. L'utilisation des capacités de production passe ensuite par une période de fléchissement, enregistre un modeste regain pendant l'année 1968 et au début de 1969, puis accuse une nouvelle baisse jusqu'au moment où elle atteint le point de retournement cyclique à la fin de 1970. La reprise économique qui s'est alors amorcée a provoqué une vive progression des taux d'utilisation, l'indicateur global atteignant un niveau presque sans précédent au début de

the early 1960s, despite a recovery in economic activity, resulted in a rather sluggish growth in productive capacity in the non-farm goods producing sector (see Chart II). By 1963, however, capacity growth began to accelerate as business capital spending responded to the continued strengthening of the economy. Business investment in the non-farm goods producing sector rose at an average annual rate of 20 per cent in real terms from 1964 to 1966, and by late 1966 accounted for an unusually high fraction of GNP. Over the next six years, real expenditures on plant and equipment showed relatively little net increase, as they fluctuated around the 1966 level. As can be seen in the lower panel of Chart II, the rate of growth of capacity output in the non-farm goods producing sector slowed through this period, though it was higher than in the early 1960s. More recently, the momentum of business investment has picked up as businessmen have acted to expand capacity. To an important degree this has reflected the sustained expansion of the economy since early 1971 and the sharp upswing in utilization rates. However the rate of increase in capacity output appears to have strengthened only moderately.

In fact, while the rate of growth of capacity output, by and large, reflects the pace of business investment in this sector, the relationship between the two can change over time. For instance, the amount of capital required to produce a unit of output may change because of technological developments, environmental controls and the accessibility of natural resources. At the more aggregate level, the growth of capacity output will also be affected if a larger share of new investment is directed towards relatively capital intensive industries as a result of shifts in the industrial structure of the economy. For the total non-farm goods producing sector as a whole, it appears that an increase in output would now require a larger addition of capital than was the case earlier. This apparently reflects a marked tendency towards increased capital intensiveness in the mining industry in particular and to a lesser extent in forestry.

The present situation

A striking feature of the economic expansion that began in early 1971 was the emergence of widespread pressures much sooner than had been generally anticipated. In this context it is revealing to compare the pattern of growth in capacity output since the end of 1970 and the rate of capacity utilization through this period with the experience during the early 1960s, the most nearly comparable period of economic expansion.

1973 et demeurant dans cette zone depuis.

Les fluctuations du taux d'utilisation de l'appareil productif depuis 1961 résultent tant de l'évolution cyclique de la production réelle que du profil de croissance de la capacité théorique de production. À court terme, cette dernière dépend dans une large mesure des dépenses en immobilisations des entreprises. Ce type de dépenses présente un caractère extrêmement cyclique et tend à réagir avec un certain retard aux reprises de la demande globale. La faiblesse relative des investissements des entreprises au début des années soixante, malgré un regain de l'activité économique, s'est traduite par une croissance assez faible de la capacité des industries productrices de biens, agriculture exclue (voir Graphique II). Vers 1963, toutefois, cette croissance a commencé à s'accélérer, les dépenses en immobilisations commençant à être influencées par la vigueur toujours soutenue de l'économie. Les investissements des entreprises du secteur considéré ont progressé, en termes réels, à un taux annuel moyen de 20% de 1964 à 1966 et, vers la fin de cette année-ci, représentaient une proportion exceptionnellement élevée du P.N.B. Au cours des six années suivantes, les dépenses réelles en usines et en équipement ont fluctué autour des niveaux atteints en 1966. Comme l'indique la partie inférieure du Graphique II, la croissance de la capacité de production théorique du secteur s'est ralentie au cours de la période, tout en demeurant supérieure au rythme observé au début des années soixante. Plus récemment, les chefs d'entreprises ont décidé d'accroître leur capacité de production et ont donné une nouvelle impulsion aux investissements en biens de capital. Ce phénomène est dans une large mesure lié à l'expansion soutenue enregistrée par l'économie depuis le début de 1971 et à la vive remontée des taux d'utilisation. Néanmoins, le rythme d'accroissement de la capacité de production théorique semble ne s'être qu'assez peu raffermi.

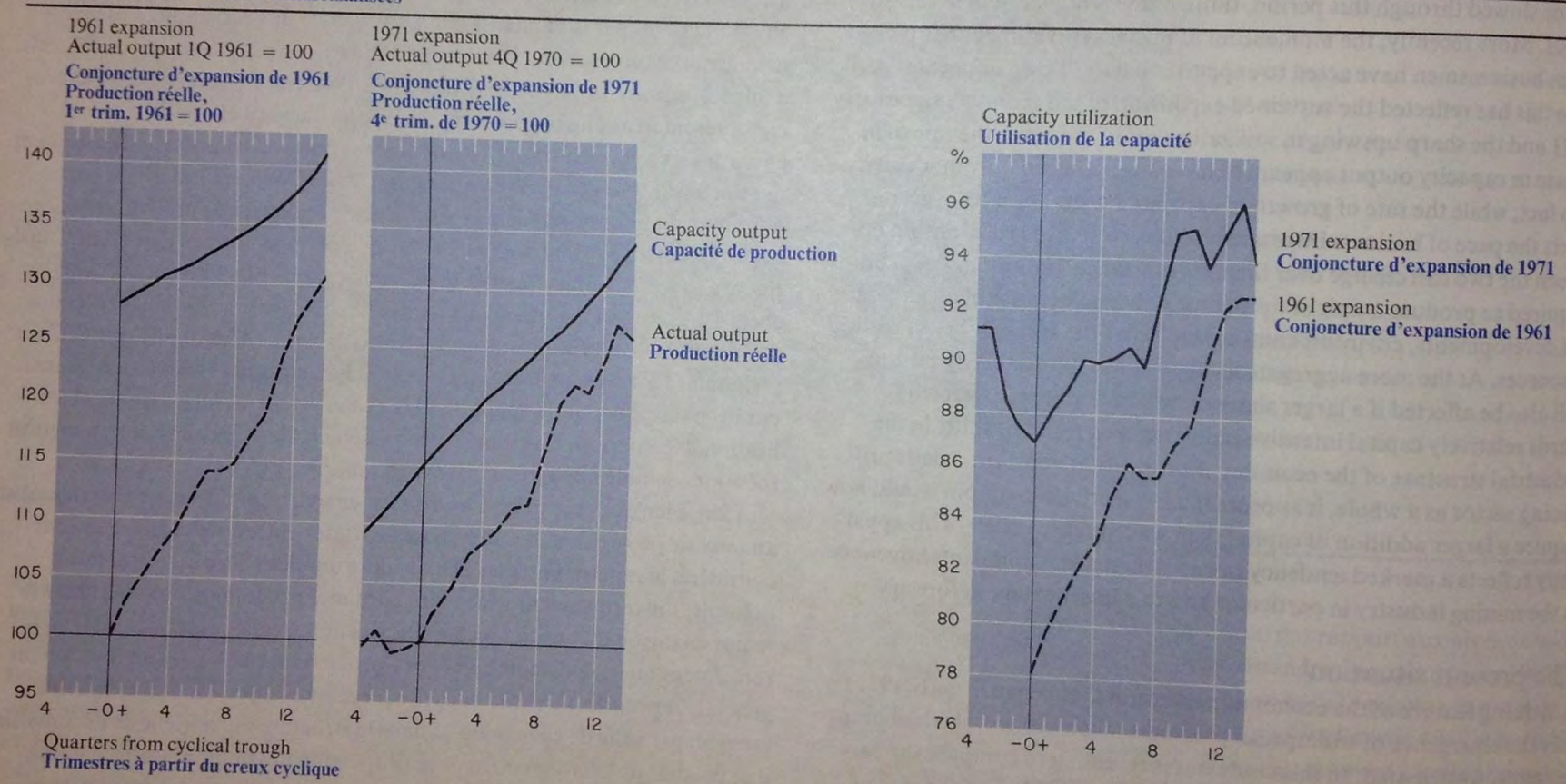
En fait, bien que ce rythme d'accroissement corresponde assez généralement au taux de progression des investissements des entreprises dans le secteur considéré, le rapport entre les deux peut se modifier avec le temps. Par exemple, l'investissement nécessaire par unité produite peut varier dans le temps en raison du progrès technique, des mesures de protection de l'environnement ou de la disponibilité des ressources naturelles. À un niveau plus général, la progression de la capacité théorique de production se ralentit lorsque, par suite de changements dans la structure industrielle de l'économie, il se produit un accroissement de la proportion des immobilisations consacrée aux secteurs industriels faisant plutôt appel au capital. En ce qui concerne l'ensemble des industries productrices de biens, agriculture exclue, il

As can be seen from Chart III, actual output grew at roughly the same pace in the periods. A somewhat faster rate of growth of capacity output in the more recent period than during the first three years of recovery in the early 1960s is also evident. On the other hand, there was a much smaller gap between actual output and capacity output at the start of the

semblerait qu'un accroissement de la production nécessite de nos jours un apport de biens de capital plus important que ce n'était le cas auparavant. Ce phénomène est dû, apparemment, à une tendance prononcée à un accroissement de la mécanisation dans l'industrie minière en particulier, mais aussi, encore qu'à un moindre degré, dans l'exploitation forestière.

Chart III A cyclical comparison of capacity utilization
Graphique III Utilisation de la capacité de production : comparaison de deux périodes d'expansion conjoncturelle

Seasonally adjusted **Données désaisonnalisées**



Source: Bank of Canada and Statistics Canada

Source : Banque du Canada et Statistique Canada

economic upswing in early 1971. As a result, the goods producing industries – in particular the durable manufacturing and construction industries – entered the latest period of economic expansion operating at a much higher rate of capacity utilization than in the early 1960s, and subsequently moved up to the zone of peak operations much sooner.

As operating rates moved up to the peak zone in early 1973, pressure on capacity began to appear on a significant scale. In a number of areas, capacity constraints rather than demand have clearly been the determining factor in the growth of output since then. In the mining sector, for example, where the measured rate of capacity utilization has been well above 95 per cent since the fourth quarter of 1972, there has been a distinct slowing of the growth of output during the past year despite continued strong world demand for most minerals.

Chart IV (see page 10) shows the rates of capacity utilization in durable and non-durable manufacturing since 1969. It clearly illustrates the marked cyclical upswing in operating rates in durable manufacturing from the low point in late 1970. Initially much of the recovery was concentrated in those industries supplying the consumer and housing markets and largely reflected the strong pace of residential construction in Canada and the United States, together with the buoyancy of consumer demand for cars and household furnishings. Operating rates in this area of production rose sharply, reaching a cyclical peak in early 1973; since then, however, some easing of the pressure on capacity has occurred, particularly in the lumber industry where it had been very severe. On the other hand, operating rates in capital goods industries, such as machinery products, have recently been rising strongly with growing evidence of pressure on capacity. As might be expected, the strength of demand for final goods has resulted in very high operating rates in primary industries such as steel.

Capacity utilization in the non-durable sector also moved up to a zone of peak operations by early 1973 as the pace of economic expansion in Canada quickened and demand in export markets strengthened. In the pulp and paper industry, the recovery in operating rates to very high levels by mid-1973 largely reflected the upturn in world demand, though the tight supply situation in this industry has also reflected the limited investment in new capacity in recent years. Operating rates have also been very high in the textile and clothing industries while the pressure on capacity appears to have been particularly severe in the petroleum and chemical industries.

Situation actuelle

Un des traits caractéristiques de la période de haute conjoncture qui s'est amorcée au début de 1971 est l'apparition, bien plus tôt qu'on ne s'y attendait communément, de tensions généralisées. À cet égard, il est révélateur de comparer la progression de la capacité de production théorique et des taux d'utilisation depuis la fin de 1970 avec l'évolution observée au cours des premières années de la décennie soixante, années qui constituent la période d'expansion économique offrant le plus de points de similitude avec la phase actuelle.

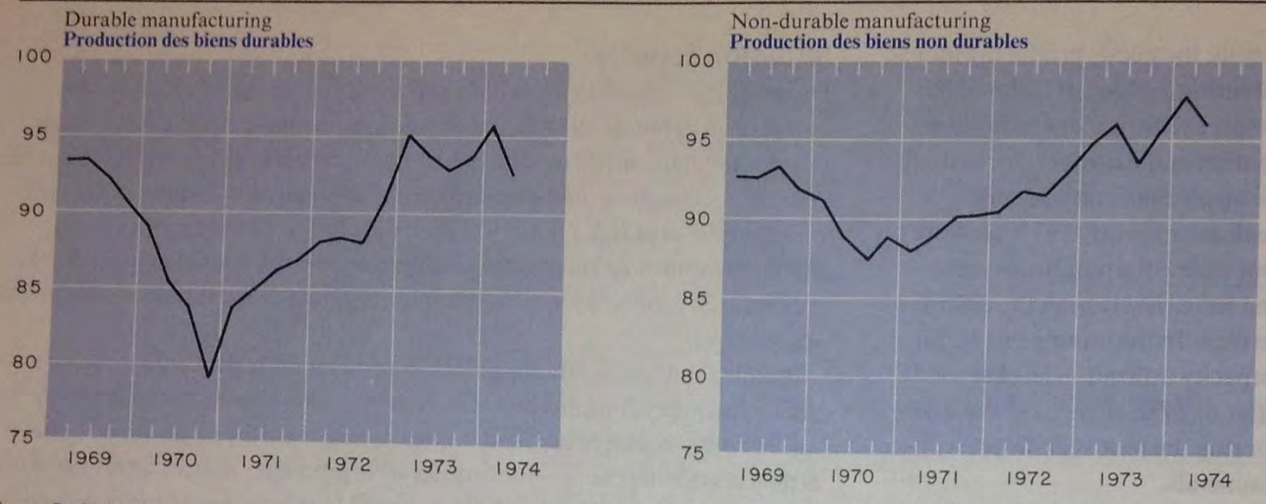
Comme l'indique le Graphique III, la production réelle s'est accrue à peu près au même rythme au cours des deux périodes. On remarque également que la croissance de la capacité de production théorique a été un peu plus rapide ces derniers temps que lors des trois premières années de reprise de la période antérieure. Par contre, l'écart entre la production réelle et la capacité théorique était beaucoup plus faible au début de 1971. En conséquence, le secteur industriel de production de biens, agriculture exclue, – en particulier la fabrication de biens durables et la construction – a abordé la période d'expansion en cours avec un taux d'utilisation des capacités bien supérieur à celui du début des années soixante et est arrivé beaucoup plus vite à un rythme de fonctionnement maximum.

Les marges de capacités inutilisées se rétrécissant au début de 1973, l'appareil productif commença à être soumis à de sérieuses pressions. Depuis lors, dans un certain nombre de secteurs, ce sont manifestement les limitations tenant à la capacité plutôt que la demande qui ont eu une influence déterminante sur le rythme de croissance de la production. Dans le secteur minier, par exemple, où le degré d'utilisation des capacités s'établit bien au-delà de 95% depuis le dernier trimestre de 1972, la croissance de la production a marqué un ralentissement sensible au cours de l'année écoulée, malgré la persistance d'une forte demande mondiale pour la plupart des produits miniers.

Les taux d'utilisation des capacités dans les secteurs de la fabrication de biens durables et de biens non durables depuis 1969 sont esquissés au Graphique IV, (voir page 10). On y remarque le redressement cyclique très prononcé des taux d'opération dans le premier secteur à partir du creux observé fin 1970. Pour commencer, la reprise a surtout été le fait des entreprises alimentant les marchés de la consommation et du bâtiment, et résultait en grande partie de la forte poussée constatée dans le secteur de la construction résidentielle au Canada comme aux États-Unis et de la vigueur soutenue de la demande d'automobiles et d'articles d'équipement ménager. Les taux d'utilisation enregistrés dans cette branche industrielle ont vivement aug-

Chart IV Rate of capacity utilization: Manufacturing sector
Graphique IV Taux d'utilisation de la capacité de production : industries manufacturières

Seasonally adjusted **Données désaisonnalisées**



Source: Bank of Canada

Source : Banque du Canada

The measured rates of capacity utilization have indicated pressure on production facilities in most major industrial groupings. However, they do not take account of limitations on effective capacity arising from bottlenecks at a more disaggregated level or from shortages of raw materials. Inter-industry flows of material are an important part of the production process and bottlenecks at any point in this process can prevent other industries from expanding output in response to demand, even though spare capacity is available. Since many Canadian industries rely on imports for at least part of their inputs, this qualification applies to foreign supplies as well as domestic supplies and tends to be particularly significant at a time of strong economic expansion in the major industrial countries. Indeed, exceptionally strong world demand for many basic raw materials has been a feature of the recent period and constraints in this area probably tended to limit the growth of output in other areas. For example, the tight world supply situation for petrochemical feedstocks has, in turn, affected output in such industries as plastics, synthetic fibres and asphalt products.

Bottleneck situations can also arise as a result of strikes. Although the rate of capacity utilization apparently declined in the third quarter of last year, this in fact reflected a temporary drop in output as a result of strikes, particularly the rail strike which disrupted transportation and resulted in added difficulties in obtaining supplies. This was followed by

menté, atteignant un sommet cyclique au début de 1973; depuis lors est apparue une certaine atténuation des tensions au sein de l'appareil productif, notamment dans l'industrie du bois d'œuvre où elles avaient été extrêmement fortes. D'autre part, les entreprises produisant des biens d'équipement – des machines par exemple – ont enregistré récemment un fort resserrement de leurs marges de capacité inutilisées et des tensions de plus en plus manifestes dans leur appareil productif. Comme on pouvait s'y attendre, la vigueur de la demande de produits finals a porté les taux d'utilisation des capacités à des niveaux extrêmement élevés dans les industries de première transformation comme la sidérurgie.

Dans le secteur de production des biens non durables également, le taux d'utilisation des capacités a atteint la zone de tension au début de 1973, à la suite de l'accélération de l'essor économique au Canada et du renforcement de la demande extérieure. Dans l'industrie de la pâte à papier et du papier, le retour des taux d'opération à des niveaux très élevés vers le milieu de 1973 tient en grande partie à l'évolution favorable de la demande mondiale, encore que les problèmes d'approvisionnement qui ont affecté ce secteur aient également pour origine la faiblesse relative des investissements productifs de ces dernières années. Les taux d'utilisation ont également atteint des niveaux très élevés dans l'industrie du textile et du vêtement, et l'appareil productif dans le secteur du pétrole et des produits chimiques semble avoir été soumis à des tensions particulièrement intenses.

a rebound in output that brought operating rates through the winter back to the high levels experienced earlier. In the second quarter, however, the indications are that there was a decline in utilization rates; one element contributing to the slackening of activity in that quarter was the record number of man-days lost through strikes.

In view of the relatively moderate growth of capacity output in recent years, it appears likely that pressure on capacity could well persist in a number of areas for some time ahead. However, there are a number of forces currently at work that will have a major bearing on the over-all degree of tightness or ease in the economy. The recently released mid-year survey of investment intentions indicates that business fixed investment in the non-farm goods producing sector could show an increase in real terms this year somewhat greater than the 9 per cent rise in 1973. While this will add to the available capital stock, it is likely to mean continuing pressure on capital goods industries. On the other hand, the marked slowing of economic growth in most major industrial countries suggests that supplies of imported goods could become more readily available. It also points to an easing of demand pressures in export-oriented industries in this country.

Technical Appendix

Capacity output can be very broadly defined as the amount that can be produced per unit of time from the available stock of plant and equipment in combination with other factor inputs. Various statistical techniques have been developed that attempt to measure capacity output and the degree to which it is actually utilized. One approach is to use estimates of engineering or rated capacity output based on the amount that could be produced under normal operating conditions and after allowance for necessary maintenance, together with data on actual output. Such information is, however, available for only a limited number of industries. Another approach is to survey businessmen directly on the actual level of output relative to capacity. The survey technique has been used for some time in the United States; in Canada, the Department of Industry, Trade and Commerce in its semi-annual survey of capital investment intentions of 200 corporate enterprises includes some general questions on the current and expected level of industry operations relative to capacity. As a general rule, the way in which capacity is to be measured in such surveys is not specified and firms respond according to their own definitions. The responses therefore contain an important

Les taux d'utilisation des capacités indiquent les tensions qui se sont fait jour au sein de l'appareil productif de la plupart des grands secteurs industriels; toutefois, ils ne tiennent pas compte des limitations qu'imposent à la capacité effective de production les goulots d'étranglement plus particuliers ou les pénuries de matières premières. Les échanges interindustriels de produits représentent une partie importante du processus de production et l'apparition de goulots à un point quelconque de ce processus peut empêcher certaines entreprises d'accroître leur production pour répondre à la demande, même lorsqu'elles disposent pour cela d'une réserve de capacité suffisante. Étant donné que nombre d'entreprises canadiennes utilisent une certaine proportion de produits importés, la remarque précédente s'applique aux fournitures provenant de l'étranger aussi bien qu'aux approvisionnements d'origine nationale et tend à prendre une importance particulière en période de forte expansion économique dans les grands pays industrialisés. De fait, la période récente a été caractérisée par une vigueur exceptionnelle de la demande mondiale pour nombre de matières premières et les contraintes qui se sont produites dans ce domaine ont probablement contribué à limiter la croissance de la production dans d'autres secteurs. Ainsi, les difficultés d'approvisionnement en produits pétrochimiques de base ont eu un effet limitatif sur la production dans des secteurs tels que ceux des matières plastiques, des fibres synthétiques et des produits bitumineux.

Les goulots d'étranglement peuvent également avoir pour origine des grèves. Si le taux d'utilisation des capacités s'est apparemment affaibli au troisième trimestre de 1973, ce phénomène est lié à une baisse passagère de production imputable à des conflits du travail, notamment à la grève dans les chemins de fer, qui a perturbé les transports et aggravé les problèmes d'approvisionnement. Par la suite, un rattrapage de la production a ramené durant l'hiver l'utilisation des capacités aux hauts niveaux antérieurs. Il semble, toutefois, que les taux d'utilisation aient régressé au second trimestre de l'année; un élément qui a contribué au fléchissement de l'activité au cours de ce trimestre est le nombre record de journées de travail perdues en raison des grèves.

Vu la croissance relativement modeste de la capacité de production théorique enregistrée ces dernières années, il semble probable que l'appareil productif d'un certain nombre de secteurs industriels continuera encore pendant quelque temps à être l'objet de tensions. Toutefois, un certain nombre de facteurs sont actuellement à l'oeuvre, qui auront d'importantes répercussions sur le degré global de tension ou d'aisance dans l'économie. Il ressort de l'enquête semestrielle sur les intentions d'investissement des entrepreneurs, dont les résultats viennent d'être publiés, que les immobilisations en termes réels dans

element of subjectivity, but they also provide first-hand information that can be a valuable supplement to non-survey measures.

A more indirect approach is that using what is generally referred to as the trend-through-peaks technique developed by the Wharton School of Finance and Commerce at the University of Pennsylvania.* The Department of Industry, Trade and Commerce uses this technique in its measures of industrial capacity and capacity utilization for Canada. Similar measures have also been calculated by the Wharton School for six major European countries and Japan as well as for the United States. In general, the methodology involves defining the peak production achieved in an industry during a business cycle as capacity output. A straight line interpolation from the peak defined as capacity output to the next is assumed to represent capacity for the intervening period. For the period following the latest capacity peak and before a new one is reached, the latest capacity line is extrapolated with the same slope to represent estimated capacity. If actual production in time exceeds this line, the new peak then becomes the capacity estimate. Major advantages of this technique are its simplicity and its ready application over a wide range of industries, but there are also drawbacks to accepting an output peak as capacity. Cyclical expansions differ in their intensity and output may, in fact, reach the extrapolated capacity line and still be below capacity. In addition, estimates of capacity utilization are subject to revision when new output peaks are reached and are defined as capacity output.

In contrast, the aggregate measure of capacity utilization discussed in this article and the measures that Statistics Canada plans to publish shortly for the manufacturing sector involve the use of estimates of the available stock of plant and equipment. They thereby incorporate an additional dimension of the production process in estimates of capacity utilization. In particular, such a technique focusses on capital-output ratios from which inferences are made about capacity output on the basis of the capital stock actually held. Since capacity output generally refers to the amount that can be produced from a given stock of plant and equipment, the use of estimates of capital stock in measuring capacity utilization is a more direct method than relying solely on output data.

Confidence in this type of approach, of course, rests to a large extent on the reliability of the capital stock estimates used. These by their nature

*Lawrence R. Klein and Robert Summers, "*The Wharton Index of Capacity Utilization*", University of Pennsylvania, Wharton School of Finance and Commerce, Economics Research Unit, 1966.

le secteur de la production de biens, agriculture exclue, pourraient s'accroître cette année d'une marge un peu supérieure aux 9% enregistrés en 1973. Il en résultera certes un accroissement du parc d'équipement disponible, mais aussi une persistance des tensions au sein du secteur des biens d'équipement. Par ailleurs, le ralentissement marqué de la croissance dans la plupart des grands pays industrialisés laisse à penser qu'il pourrait être désormais plus facile de s'approvisionner à l'étranger. Il permet aussi d'entrevoir une détente du côté de la demande dans les secteurs du pays à vocation exportatrice.

Annexe technique

La capacité de production théorique peut être définie, de façon très générale, comme la quantité qui peut être produite par unité de temps au moyen des installations et de l'équipement en place, combinés aux autres facteurs de production. Diverses techniques statistiques ont été mises au point dans une tentative d'évaluation de cette capacité de production théorique et de la mesure dans laquelle elle est réellement utilisée. Une première méthode consiste à se servir d'estimations de la capacité technique – c'est-à-dire de la quantité qui pourrait être produite dans des conditions de marche normales et compte tenu de l'entretien nécessaire – ainsi que de renseignements sur la production réelle. Ce genre d'information n'est toutefois disponible que pour un nombre limité de branches industrielles. Une autre méthode consiste à interroger directement les industriels sur le niveau réel de la production par rapport à la capacité. Cette technique du questionnaire est utilisée depuis un certain temps aux États-Unis; au Canada, le ministère de l'Industrie et du Commerce, dans son enquête semestrielle sur les intentions d'investissement de 200 grandes entreprises, pose quelques questions générales sur les niveaux actuels et prévus d'activité de l'industrie par rapport à la capacité de production. La façon dont cette dernière doit être mesurée n'est généralement pas précisée dans les enquêtes de ce genre, de sorte que les entreprises donnent des réponses fondées sur leurs propres définitions. Les renseignements ainsi obtenus contiennent donc une forte dose de subjectivité, mais donnent également des renseignements de première main qui peuvent compléter utilement les indications fournies par d'autres moyens.

De façon moins directe, on peut également recourir à la technique dite de la tendance ajustée aux sommets conjoncturels qui a été mise au point par la *Wharton School of Finance and Commerce* de l'Université de Pennsylvanie*. C'est cette méthode que le ministère de l'Industrie et du Commerce emploie

*Lawrence R. Klein et Robert Summers, *The Wharton Index of Capacity Utilization*, University of Pennsylvania, Wharton School of Finance and Commerce, Economics Research Unit, 1966.

are approximate. The annual estimates of capital stocks at the two-digit industry level published by Statistics Canada are calculated from data on business capital investment and are available on a gross and net basis.* In the first case, assets are only written off at the end of their assumed economic life while in the later case, assets are gradually depreciated over their assumed economic life. Thus the reliability of the capital stock estimates depends to a considerable extent on the appropriateness of the underlying survival rates and depreciation functions.

The question of whether gross or net capital stock estimates are to be preferred is a complex one but, in developing the measure presented here, it was decided to use the net figures. The annual data in constant 1961 dollars were first indexed and then interpolated quarterly. Capital-output ratios were then calculated using quarterly indexes of real domestic product seasonally adjusted at the two-digit industry level for the period from 1961 to date. As a first approximation, the lowest capital-output ratio for this period was assumed to represent capacity output relative to the available stock of capital. However, in deciding on the appropriate benchmark for each industry, use was also made of available industry information on operating conditions. In addition, as was noted in the article, the degree of capital intensiveness may change over time and, in certain industries, it seemed appropriate to take this into account. While there are a number of ways of doing this, it was decided to use a trend through identifiable cyclical troughs in capital-output ratios as the benchmark value. Back data are subject to revision if a new trough results in a change in the slope of the trend.

Once the capital-output ratio representing capacity output was determined for each industry, the ratio was divided into the quarterly index of capital stock to obtain a capacity output series. A simple percentage of actual output over capacity output then gave the rate of capacity utilization for each industry.

Finally, an aggregate estimate of capacity output was calculated by summing the capacity series for the individual industries. The quarterly estimates of total capacity output were divided into actual output to obtain an aggregate measure of capacity utilization. This is equivalent to weighting the estimates of capacity utilization by industry according to their contribution to total capacity output for each time period. Account is thereby taken of shifts in the relative importance of industries over time.

*See Statistics Canada, "*Fixed Capital Flows and Stocks, 1926-1973*", Information Canada, June 1974. (Catalogue #13-211).

pour mesurer la capacité industrielle au Canada et son utilisation. Des indicateurs semblables ont également été calculés par l'École Wharton pour six grands pays européens, le Japon et les États-Unis. En gros, la méthode consiste à prendre comme capacité de production théorique pour chaque branche industrielle la production de pointe atteinte au cours d'un cycle économique. En effectuant une simple interpolation linéaire, on obtient une estimation de la capacité pour le laps de temps compris entre deux périodes de pointe considérées comme représentant la capacité de production théorique. Au delà du dernier sommet et jusqu'à ce qu'un nouveau soit atteint, la tendance obtenue précédemment est extrapolée avec la même pente. Si la production réelle est supérieure à cette courbe, ce nouveau sommet sert de nouvelle estimation de la capacité de production. Les principaux avantages de cette méthode tiennent à sa simplicité et à sa facilité d'application à toute une gamme de secteurs industriels; cependant, elle présente aussi des inconvénients car on assimile une production de pointe à une capacité de production théorique. Ainsi, étant donné que les périodes d'expansion cyclique présentent des intensités différentes, la production peut fort bien atteindre la courbe de capacité obtenue par extrapolation mais se trouver, dans les faits, en deçà de la capacité effective. En outre, les estimations de l'utilisation des capacités doivent être révisées lorsque la production marque de nouveaux sommets qui deviennent alors représentatifs de la capacité de production théorique.

Au contraire, la mesure globale de l'utilisation des capacités décrite dans cet article et les indices que Statistique Canada projette de publier sous peu pour le secteur de la fabrication font appel aux estimations du stock de capital fixe des entreprises. Ils intègrent donc une dimension supplémentaire du processus de production aux estimations de l'utilisation des capacités. Cette technique met notamment l'accent sur les coefficients de capital et permet de déduire, à partir d'estimations des installations disponibles, une mesure de la capacité de production théorique. La capacité de production théorique étant généralement définie comme la quantité de biens susceptible d'être produite à l'aide d'un parc d'équipement donné, le recours aux estimations du stock de capital fixe constitue une méthode plus directe que celle qui s'appuie uniquement sur des données de production.

La confiance que l'on place dans cette méthode dépend évidemment dans une large mesure de la qualité des estimations utilisées à l'égard des installations et de l'équipement disponibles. Il s'agit par essence d'approximations. Les estimations annuelles du stock de capital au niveau des groupes d'industries à code de deux chiffres que publie Statistique Canada sont calculées à partir de statistiques des immobilisations des entreprises et sont présentées

Although the use of capital stocks has the advantage of directly relating capacity output to investment, it raises a number of problems. Apart from the difficulties involved in calculating reliable capital stock estimates, there is the question of the extent to which additions to capital stock in fact increase capacity to produce. Outlays on pollution abatement equipment, for example, generally add little to the productive capacity of an industry but are included in estimating additions to capital stock.

The use of estimates of capital stock also raises the question of when additions to plant and equipment actually become part of the production process. The answer to this depends in part on the size and type of the investment project. Some projects involve large outlays over a lengthy period of time before there can be any production, whereas with other types of investment, there is very little delay in starting production. For the measure presented here, it was assumed that the stock of capital equipment available at the end of a quarter is fully productive during the following quarter.

The differences between the results obtained using the capital-output technique and those obtained using the trend-through-peaks technique are illustrated in Appendix Chart I (see page 16). Although the cyclical movement in aggregate industry operating rates is broadly similar for the two measures, there are significant differences. Operating rates measured by the capital-output technique show a wider swing over the course of the business cycle, largely because additions to productive capacity are explicitly taken into account in this method. Because of the tendency for business fixed investment to lag cyclical turning points in output, the capital-output measure tends to show a steeper increase in operating rates during the early stages of an economic upswing than one would necessarily calculate from a measure focussing solely on output; the fall in operating rates is also more pronounced during the early stages of a downturn. Furthermore, a relatively weak cyclical upswing may still leave a substantial margin of unutilized capacity, particularly if there had been large additions to capital stock during the preceding cycle. This, for example, occurred in 1969 when operating rates measured by the capital-output technique were significantly below those measured by the trend-through-peaks method.

sous forme brute et nette*. Dans le premier cas, les actifs sont radiés du bilan d'un seul coup à la fin de leur durée de vie économique supposée, tandis que dans le second ils sont amortis progressivement tout au long de cette durée de vie. La valeur des estimations de l'appareil productif dépend donc très fortement du bien-fondé des hypothèses concernant les durées de vie et du choix des taux d'amortissement utilisés.

La question de savoir si l'on doit préférer les chiffres bruts ou nets de capital fixe est complexe; pour mettre au point la mesure présentée ici, il a été décidé de se servir des chiffres nets. Les données annuelles exprimées en dollars constants (1961) ont d'abord été mises sous forme d'indices, puis interpolées trimestriellement. On a ensuite calculé pour la période commençant en 1961 des coefficients de capital à l'aide des indices trimestriels du produit intérieur réel désaisonnalisé, au niveau des groupes industriels à code de deux chiffres. En première approximation, on a supposé que le plus bas niveau atteint par le coefficient de capital au cours de cette période identifiait la capacité de production théorique par rapport au capital fixe disponible. Toutefois, dans le choix d'un coefficient de capital approprié pour chaque groupe industriel, on s'est également servi des renseignements fournis par les entreprises du secteur sur leurs conditions de marche. En outre, comme on l'a mentionné dans l'article, la part du capital peut évoluer dans le temps; il a été jugé souhaitable d'en tenir compte dans certains cas. Bien qu'il existe un certain nombre de façons d'y parvenir, on a choisi de retenir la ligne reliant les creux cycliques identifiés dans la chronique des coefficients de capital, les données étant sujettes à révision lorsqu'un nouveau creux oblige à modifier la pente de la courbe.

Une fois déterminé le coefficient de capital représentant la capacité de production théorique pour chaque branche industrielle, on obtient une chronique de la capacité de production théorique en divisant ce coefficient par l'indice trimestriel du stock de capital fixe. Un simple rapport, en pourcentage, de la production réelle à la capacité de production théorique donne alors le taux d'utilisation des capacités pour chaque secteur.

En dernier lieu, on a effectué une estimation de la capacité de production théorique globale en faisant la sommation des chroniques de capacité correspondant aux branches industrielles particulières. Ces estimations trimestrielles ont été mises en rapport avec la production réelle pour obtenir une mesure globale de l'utilisation des capacités. Cette méthode revient donc à pondérer les taux d'utilisation des capacités par secteur industriel selon leur rapport à la capacité de production globale de chaque période et tient ainsi compte des variations dans l'importance relative des différents secteurs dans le temps.

*Voir *Flux et stocks de capital fixe, 1926-1973*, Statistique Canada, juin 1974 (no de catalogue 13-211)

ifs sont radiés du bilan
supposée, tandis que
long de cette durée
dépend donc très
durées de vie et du

ruts ou nets de capital
ntée ici, il a été décidé
imées en dollars
ices, puis interpolées
ommençant en 1961
du produit intérieur
ode de deux chiffres.
s niveau atteint par
ait la capacité de pro-
Toutefois, dans le
groupe industriel, on
ntreprises du secteur
mentionné dans l'ar-
ugé souhaitable d'en
n nombre de façons
x cycliques identifiés
étant sujettes à
nte de la courbe.
la capacité de pro-
btient une chroni-
coefficient par l'in-
t, en pourcentage,
ue donne alors le

é de production
de capacité corres-
nations trimestriel-
obtenir une mesure
t donc à pondérer
lon leur rapport à
nt ainsi compte des
s dans le temps.

catalogue 13-211

Bien que le recours aux estimations du stock de capital fixe présente l'avantage de mettre directement en relation la capacité de production théorique et l'investissement, il soulève un certain nombre de problèmes. Outre les difficultés que pose le calcul d'estimations valables du stock de capital fixe, il faut déterminer dans quelle mesure les accroissements de ce dernier augmentent réellement la capacité de production. Par exemple, les dépenses consacrées à l'équipement anti-pollution n'augmentent guère la capacité de production, tout en étant comprises dans les accroissements du stock de capital.

L'utilisation d'estimations du parc d'équipement disponible soulève également la question de savoir à quel moment les investissements entrent réellement en fonctions dans le processus de production. Cela dépend en partie de la taille et du genre des programmes d'investissement. Certains d'entre eux comportent des dépenses considérables échelonnées sur une longue période pendant laquelle la capacité de production ne s'accroît pas, tandis que certains types de dépenses d'investissement permettent d'augmenter la production dans un bref délai. Pour les besoins de l'indice présenté ici, on a supposé que les installations et le capital disponibles à la fin d'un trimestre étaient entièrement productifs le timestre suivant.

Le Graphique I de l'Annexe (voir page 16) présente les différences entre les résultats obtenus respectivement à l'aide des coefficients de capital et de la tendance par les sommets. Bien que l'évolution cyclique des taux d'utilisation des capacités soit en général assez comparable dans les deux cas, on constate d'importants écarts. Les taux d'utilisation mesurés au moyen de coefficients de capital accusent des variations plus prononcées pendant le cycle économique, en grande partie du fait que les accroissements de l'appareil productif entrent alors explicitement en ligne de compte. Vu la tendance des investissements des entreprises à ne suivre qu'avec un certain retard les points de retournement cyclique, la technique du coefficient de capital tend à indiquer, au début d'une reprise économique, une progression des taux d'utilisation des capacités plus rapide que celle qu'indiquerait une méthode faisant uniquement appel aux chiffres de production; la baisse des taux d'utilisation est également plus prononcée lorsque s'amorce une faiblesse conjoncturelle. En outre, une reprise cyclique relativement faible peut laisser persister une importante marge sensible inutilisée, tout particulièrement si le cycle précédent a été marqué par de forts accroissements de l'appareil productif. Il en été ainsi, par exemple, en 1969, lorsque les taux d'utilisation des capacités de production mesurés à l'aide du coefficient de capital étaient notablement inférieurs à ceux indiqués par la méthode des tendances par les sommets conjecturels.

① Monetary policy ② Financial institutions

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

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

WOULD CANADIAN MONETARY POLICY BE MORE EFFECTIVE IF OTHER DEPOSIT-TAKING FINANCIAL INSTITUTIONS WERE SUBJECT TO THE DIRECT EFFECTS OF BANK OF CANADA OPERATIONS IN THE SAME WAY AS THE CHARTERED BANKS?

Governor Mitchell and I have been asked to respond to an important question about the powers that a central bank needs in order to do its job effectively. Do the operations of the central bank impinge directly on a large enough proportion of the country's deposit-taking institutions for effective monetary control? Discussion of this question is timely. In the United States it is under active consideration, and I have no doubt that in Canada "bank, near-bank" questions will have to be considered as we prepare for the next decennial review of banking legislation.

The powers and the technical arrangements that a central bank needs to do its job depend on how the job is viewed. The immediate targets of central bank action and the manner in which they are pursued vary to some extent from one country to another, and even within particular countries they have evolved over time in the light of accumulating experience and changing circumstances.

Presented at the Canadian Conference On Banking Montreal, 16 and 17 September, 1974

LA POLITIQUE MONÉTAIRE DU CANADA AURAIT-ELLE UNE PLUS GRANDE PORTÉE SI LES AUTRES INSTITUTIONS FINANCIÈRES HABILITÉES À RECEVOIR DES DÉPÔTS ÉTAIENT SOUMISES DIRECTEMENT AUX EFFETS DE L'ACTIVITÉ DE LA BANQUE DU CANADA AU MÊME TITRE QUE LES BANQUES À CHARTE?

Nous avons été invités, le Gouverneur Mitchell et moi, à donner notre avis sur une importante question, celle des pouvoirs qu'une banque centrale doit avoir pour être en mesure de s'acquitter efficacement de ses fonctions. Les opérations de la banque centrale influencent-elles directement une proportion suffisante des institutions de dépôt du pays pour lui permettre d'exercer un contrôle effectif sur la monnaie? La question est d'actualité. Elle fait présentement aux États-Unis l'objet d'un examen approfondi et je suis persuadé qu'au Canada le sujet des banques et des quasi-banques devra être abordé en vue de la prochaine révision décennale de la législation bancaire.

Les pouvoirs et les mécanismes techniques nécessaires à l'accomplissement des fonctions d'une banque centrale dépendent de l'idée qu'on se fait de ces fonctions. Les objectifs immédiats d'une banque centrale ainsi que la méthode utilisée pour les atteindre varient dans une certaine mesure d'un pays à l'autre et, dans un même pays, se modifient dans le temps à la lumière de l'expérience acquise et de l'évolution des circonstances.

Texte d'une causerie donnée à la Conférence canadienne sur la banque, tenue à Montréal les 16 et 17 septembre 1974

Some central banks rely almost entirely on the indirect influence of cash reserve management to regulate the pace of monetary and credit expansion in terms of broad aggregates, leaving it mainly to the workings of private financial institutions and markets to sort out the specific impacts on the cost and availability of credit to particular classes of borrower and lender. The outcome may well be modified by government action such as direct lending programmes or other forms of intervention, but these activities are not viewed as part of the central banking job as such. The application of specified minimum cash reserve requirements to banking institutions is the main technical arrangement usually associated with this general approach to monetary policy. Since this is the basic approach followed in Canada, the central question for today's discussion is whether the Bank of Canada could achieve its main policy objectives more effectively if deposit-taking institutions other than chartered banks were subject to the same kind of cash reserve requirements as banks.

The role of monetary policy may, however, be taken to go beyond a general influence of this kind and to encompass as well measures directly influencing the allocation of credit to particular classes of borrowers or the relationship among particular rates of interest. Many central banks employ supplementary techniques designed for these purposes and some rely heavily on them. In some cases governments themselves, rather than central banks, intervene in this way. If cash reserve management is to be supplemented by formal or informal measures that intervene more directly in market processes, the question is whether they should be imposed on the banks alone or should extend beyond them.

The laws and regulations that apply to deposit-taking institutions in Canada have evolved over many years. They do not reflect a single grand design, but are rather something of a patchwork made up of pragmatic responses to particular problems that from time to time seemed to call for solution. These responses have come from provincial governments as well as from the Government of Canada, and this has contributed to a situation in which differing rules are in many cases applied to essentially the same kind of business. The result has not been an entirely haphazard set of laws, but it is certainly not the result one would have arrived at if it had been possible to sit down with a blank piece of paper to draft a coherent framework of legislation.

If one were able to start from scratch in establishing the legal framework for the conduct of monetary policy, one would presumably begin by deciding what technical powers the central bank needs to exert its general influence over the financial environment and, secondly, what

Dans certains pays, la banque centrale s'en remet presque entièrement aux effets indirects de la gestion des réserves-encaisse pour régler le rythme d'expansion des grands agrégats que sont la monnaie et le crédit, laissant principalement aux institutions et aux marchés financiers du secteur privé le soin de répartir l'incidence de sa politique sur le coût et sur la disponibilité du crédit entre les diverses catégories d'emprunteurs ou de prêteurs. Des mesures gouvernementales telles que des programmes de financement direct ou d'autres formes d'intervention peuvent certes modifier la situation, mais elles ne sont pas considérées comme faisant partie des attributions de la banque centrale à proprement parler. L'obligation imposée aux institutions bancaires de maintenir une réserve-encaisse minimale est le principal mécanisme généralement associé à cette conception globale de la politique monétaire. Cette conception de base ayant été adoptée par le Canada, la question primordiale du débat d'aujourd'hui consiste à savoir si la Banque du Canada serait mieux en mesure d'atteindre ses principaux objectifs au cas où l'obligation imposée aux banques de détenir des réserves-encaisse serait étendue aux institutions de dépôt non bancaires.

Il est cependant permis de penser que la politique monétaire ne se borne pas à exercer une influence générale de cette nature et qu'elle comporte également des mesures influant directement sur l'octroi de crédits à des catégories données d'agents économiques ou sur la structure de certains taux d'intérêt. De nombreuses banques centrales ont recours à des techniques complémentaires conçues dans ce but et quelques-unes en font même un de leurs principaux moyens d'action. Dans certains cas, ce sont les gouvernements eux-mêmes, au lieu des banques centrales, qui interviennent de cette façon. Si l'on veut compléter la politique de réserves-encaisse par des mécanismes officiels ou par des démarches officieuses qui influent plus directement sur le fonctionnement des marchés financiers, faut-il que ces mesures s'appliquent seulement aux banques ou doivent-elles viser plus loin?

Les lois et règlements régissant actuellement le fonctionnement des institutions de dépôt au Canada sont le fruit d'une longue évolution. Ils ne procèdent pas d'une conception globale unique, mais constituent plutôt un ensemble hétérogène, constitué de solutions pragmatiques apportées à divers moments aux problèmes de l'heure. Ces décisions ayant été prises aussi bien par les autorités provinciales que par le gouvernement fédéral, on se retrouve dans de nombreux cas avec une diversité de règles applicables à des opérations identiques. La législation que nous avons aujourd'hui n'est donc pas entièrement dépourvue de logique, mais elle aurait été certainement tout autre si l'on avait eu l'occasion de faire table rase et d'élaborer un ensemble de dispositions cohérentes.

additional powers, if any, it should have to intervene directly in market processes. With this job description in mind one would then, presumably, so write the law that any obligations to be imposed on financial institutions for the sake of an effective monetary policy would apply equally to all institutions doing the relevant kinds of financial business.

Thus cash reserve requirements applied to institutional deposits, which are the fulcrum of monetary policy as we conduct it in Canada, would be imposed equally on deposits having the same characteristics, at whatever financial institution they might be held. This obvious approach would seem to be logical, equitable and efficient. Why would one do otherwise? Similarly, any authority given the central bank to bring about a particular allocation of credit or a particular structure of interest rates would apply equally to all relevant areas of the financial system. Equal treatment in equal circumstances is an important principle of law, and in economic affairs it contributes to an efficient allocation of resources. Departures from this approach may be desirable in the interests of particular social or economic objectives, but the starting point for regulation and control of the financial system would surely be a uniform, comprehensive framework of laws and regulations.

As we all know the situation in Canada is some distance from that ideal of logic, equity and efficiency. Similar kinds of business done by financial institutions are subject to different limitations and requirements depending on the particular statute under which the institution is organized. The requirements that are of particular interest to the central bank – minimum cash reserves held solely in the form of claims on the Bank of Canada, and a variable minimum level of secondary reserves – apply only to the chartered banks. Even here they do not apply in a fully uniform way to all deposits. While the Bank Act does require banks to "maintain adequate and appropriate assets against liabilities payable in foreign currencies", there are no specific minimum reserve requirements on foreign currency deposits, even those covered by a Canadian dollar forward exchange contract and which are, therefore, the same in all essentials as Canadian dollar term deposits. But the main feature of the system is that minimum cash reserve requirements are imposed on banks and not on other institutions.

And who are the banks? They are defined in law not by the nature of the business that they do but by the fact that they are incorporated under a particular Act. Although The British North America Act assigns jurisdiction over banking and the incorporation of banks to the federal Parliament, our laws do not provide a clear-cut definition of banking.

S'il était possible de créer, en partant de zéro, le cadre légal dans lequel doit s'appliquer la politique monétaire, la première étape consisterait probablement à déterminer quels pouvoirs techniques il faudrait accorder à la banque centrale pour lui permettre d'influer d'une manière générale sur la conjoncture financière, et la seconde à préciser quels pouvoirs supplémentaires il conviendrait de lui octroyer pour lui permettre d'intervenir directement dans le fonctionnement du marché. La législation inspirée de cette description des tâches stipulerait probablement que toutes les obligations qu'il faudrait imposer aux établissements financiers dans l'intérêt d'une politique monétaire efficace s'appliqueraient sans distinction à toutes les institutions effectuant des opérations financières semblables.

Ainsi l'obligation de maintenir des réserves-encaisse, qui constitue la clé de voûte de la politique monétaire au Canada, devrait s'appliquer uniformément à tous les dépôts présentant les mêmes caractéristiques, sans égard à la catégorie d'institutions financières où ils sont maintenus. Ce principe évident semblerait logique, équitable et garant d'efficacité. Pourquoi devrait-il en être autrement? De même, tout pouvoir qui serait conféré à la banque centrale pour assurer une distribution donnée du crédit ou une structure déterminée des taux d'intérêt devrait pouvoir s'appliquer uniformément à tous les secteurs intéressés du système financier. À des situations identiques s'appliquent des règles identiques, dit un principe très important en droit, et qui, dans le domaine économique, contribue à une affectation efficace des ressources. Peut-être est-il souhaitable de s'en écarter pour atteindre certains objectifs sociaux ou économiques, mais le premier pas vers une régulation ou un contrôle du système financier serait certainement l'adoption d'un ensemble de lois et de règlements uniformes et applicables à tous les cas.

Comme nous le savons tous, la situation au Canada s'écarte quelque peu de cet idéal de logique, d'équité et d'efficacité. Des opérations identiques effectuées par des institutions financières sont soumises à des restrictions et à des obligations différentes, suivant le régime légal dont l'institution relève. Les règles qui dans notre pays revêtent pour la banque centrale une importance primordiale – coefficient obligatoire de réserves-encaisse constituées exclusivement de créances sur la Banque du Canada et minimum variable de réserves secondaires – s'appliquent seulement aux banques à charte. Qui plus est, leur application varie suivant les genres de dépôts. En effet, encore que la Loi sur les banques oblige ces dernières à «maintenir des actifs suffisants et appropriés pour couvrir les exigibilités payables en monnaies étrangères», les dépôts en monnaies étrangères ne sont assujettis à aucun coefficient de réserves, même s'ils sont couverts par un contrat de change à terme et sont de ce fait presque équivalents à des dépôts à terme en dollars canadiens.

Provincial governments as well as the federal Government have for many years incorporated and regulated institutions that do many of the same kinds of business as banks, but which are subject to substantially different limitations.

For example, although trust and loan companies, caisses populaires, credit unions and the depository institutions owned by certain provinces can offer deposit accounts that are in all essentials the same as those at banks, they are not subject to the same reserve requirements. The banks have to hold cash reserves at the central bank, earning no interest, equal to 12 per cent of Canadian dollar demand deposits and 4 per cent of Canadian dollar time deposits. The various pieces of legislation that regulate the other deposit-taking institutions in most cases require them to keep specified minimum liquid reserves, but these may usually include securities of various kinds and term deposits which bear interest as well as demand deposits. The cash reserves of these institutions are not held at the Bank of Canada; by the same token these institutions do not have the same access to central bank credit as do the chartered banks.

There are, of course, many other provisions of law that affect depository institutions, some of them obviously concerned with the same problems of liquidity that must be of concern to the central bank in its role as lender of last resort. Arrangements for inspection and requirements for publication of condition statements differ among categories of institution, and other rules affecting the conduct of their business also differ substantially. There is no need to spell out the whole catalogue of minimum and maximum asset ratios, permitted investments and prohibited investments, basket clauses, laws that in some cases specify minimum capital requirements and in other cases are silent on the subject, differing tax treatment and so forth. I do not wish to suggest that these various federal and provincial laws taken by themselves are inadequate, but it is fair to say that consistency and uniformity are not their obvious hallmarks.

A particularly anomalous aspect of the matter has recently been brought to prominence by the rush of foreign banks to extend their business into Canada. The Bank Act contains general limitations on the ownership of Canadian banks that prevent foreign banks from operating offices in their own name in Canada, or from owning any substantial part of a Canadian bank. Moreover federal law as well as some provincial legislation covering trust and loan companies contain similar restrictions. However, other federal and provincial laws provide avenues

Toutefois, la principale caractéristique du régime est que l'obligation de maintenir une réserve-encaisse minimale s'applique aux banques et non pas aux autres institutions.

Au fait, qu'est-ce qu'une banque exactement? La loi la définit non pas en fonction de la nature de ses opérations, mais d'après le fait qu'elle est constituée en vertu d'une loi spéciale. Bien que l'Acte de l'Amérique du Nord britannique ait conféré au Parlement du Canada le pouvoir de légiférer en matière bancaire, notre législation ne donne aucune définition précise du commerce de banque. Les autorités provinciales ainsi que le gouvernement fédéral ont pendant de nombreuses années autorisé la création et réglementé le fonctionnement d'institutions dont un grand nombre d'activités sont par leur nature assimilables à celles des banques, mais qui sont soumises à des dispositions très différentes.

Par exemple, les sociétés de fiducie ou de prêt, les caisses populaires, les credit unions ainsi que les institutions de dépôt appartenant à des provinces sont habilitées à gérer des comptes de dépôt qui sont fondamentalement identiques aux comptes bancaires, mais échappent aux exigences concernant les réserves. Les banques doivent bloquer, dans des comptes improductifs auprès de la banque centrale, des réserves-encaisse équivalant à 12% de leurs dépôts à vue en dollars canadiens, plus 4% de leurs dépôts à terme en dollars canadiens. Par contre, les différents textes légaux qui réglementent les opérations des autres institutions de dépôt obligent dans la plupart des cas ces dernières à respecter un certain coefficient de liquidité, dans le calcul duquel entrent cependant en général différentes espèces de titres en portefeuille ainsi que des dépôts à terme productifs d'intérêt et des dépôts à vue. Les réserves-encaisse de ces institutions ne sont pas maintenues à la Banque du Canada; du même coup, ces établissements n'ont pas accès au crédit que la banque centrale peut accorder aux banques à charte.

Il existe naturellement de nombreuses autres dispositions légales régissant les institutions de dépôt, dont quelques-unes visent évidemment les mêmes problèmes de liquidité qui doivent intéresser la banque centrale en sa qualité de prêteur de dernier ressort. L'obligation de se soumettre à des inspections et de publier des états de situation varie d'une catégorie d'institution à l'autre; les règles concernant d'autres aspects de leurs activités présentent également des divergences considérables. Point n'est besoin d'étudier en détail la liste complète de mécanismes tels que les coefficients minimaux et maximaux d'avoirs, les placements autorisés ou défendus, les clauses sur les cas non prévus, les lois qui selon le cas fixent le montant minimum du capital ou sont muettes sur ce point, les différences de régime fiscal, et j'en passe. Loin de

of incorporation whereby foreign banks are able to extend their business into Canada, and they have done so in various ways including the establishment of wholly-owned subsidiaries using general purpose names with a financial ring.

Many of those who are engaged in setting up such affiliate institutions in Canada come to see us, and I may say that whatever the form of incorporation or corporate name they may have chosen, we have been in no doubt that we were talking to bankers. Although these Canadian affiliates cannot use the name of the parent bank, they can usually do most of the kinds of business that are permitted to Canadian banks. Their short-term liabilities are in all essentials the same as bank deposits: they are indeed normally backed by the guarantee of the parent banking institution although not in practice subject to any regulation by Canadian authorities. Moreover these companies are able to do some kinds of business, notably leasing, that Canadian banks may not enter directly.

I might digress for a moment to report that the Bank of Canada is now collecting regular returns from these new Canadian financial institutions that are owned entirely or in substantial part by foreign banks, and will soon begin to publish a combined monthly balance sheet for the group. The reporting companies had total assets of almost $1 billion at the end of June compared to just over $600 million at the end of 1973. In June the assets included $121 million of leasing business, $100 million of real estate loans, and $584 million of other loans to businesses: of this latter amount, $388 million was in loans with a term of less than a year. More than one half of the total assets were financed by the issue of short-term paper, and the remaining sources of funds included $116 million of loans from Canadian banks. Although the figures are still relatively small – less than two per cent of the Canadian dollar assets of the chartered banks – these new arrivals on the Canadian financial scene have grown rapidly during the start-up period of their operations.

To return to the legislative framework for banks and near-banks, an admission that the present arrangements are anomalous in certain respects does not mean that they fail to work reasonably well in practice so far as monetary policy is concerned. The technical powers given to the Bank of Canada have in fact proven broadly adequate for the Bank's purposes. Largely through its control over the supply of cash reserves to the chartered banking system, the Bank of Canada has unquestionably been able to exert sufficient influence over the process of monetary

vouloir insinuer que ces diverses lois fédérales ou provinciales ne suffisent pas à la tâche, je ne peux m'empêcher de remarquer qu'elles ne brillent, ni par leur cohérence ni par leur uniformité.

Un exemple particulièrement frappant d'anomalie imputable à cet état de choses nous est donné par l'empressement que manifestent les banques étrangères à étendre leurs opérations à notre pays. La Loi sur les banques contient des restrictions d'ordre général sur l'appartenance des banques canadiennes, lesquelles interdisent aux banques étrangères d'ouvrir des guichets au Canada sous leur propre nom ou de détenir une proportion considérable du capital d'une banque canadienne. De plus, tant la législation fédérale que certaines lois provinciales instituent des restrictions similaires en ce qui concerne les sociétés de fiducie et les sociétés de prêt. Cependant, d'autres dispositions fédérales ou provinciales permettent aux banques étrangères de constituer des sociétés et ainsi d'étendre leurs activités au Canada, ce qu'elles n'ont pas manqué de faire de diverses manières, notamment en créant des filiales à cent pour cent, dotées de dénominations peu précises et à consonance financière.

Nombre de ceux qui entreprennent d'implanter des établissements financiers de ce genre au Canada viennent nous voir et je peux vous assurer que, quelle que soit la forme juridique ou le nom de leur société, ce sont toujours des banquiers qui discutent avec nous. Ces filiales canadiennes ne peuvent opérer sous le nom de la banque mère, mais elles peuvent en général effectuer la plupart des opérations entrant dans la sphère d'activité des banques canadiennes. Leurs engagements à court terme présentent dans l'ensemble les mêmes caractéristiques que les dépôts bancaires : ils sont en fait couverts par la garantie de la banque mère, bien qu'en pratique ils ne soient nullement soumis au contrôle des autorités canadiennes. En outre, ces sociétés peuvent entreprendre certaines activités, notamment le crédit-bail, auxquelles les banques canadiennes ne peuvent participer directement.

Je me permets une brève digression pour signaler que la Banque du Canada reçoit maintenant des déclarations périodiques de la part des nouveaux établissements financiers canadiens appartenant entièrement ou dans une large mesure à des banques étrangères et qu'elle commencera sous peu à publier un bilan mensuel de l'ensemble de ces établissements. Fin juin, les sociétés déclarantes comptaient un actif total de près de 1 milliard de dollars comparativement à un peu plus de 600 millions à la fin de 1973. En juin, leur actif comprenait 121 millions de créances au titre du crédit-bail, 100 millions de prêts immobiliers et 584 millions d'autres concours aux entreprises; de ce dernier chiffre, 388 millions représentaient des prêts à moins d'un an. Plus de la moitié de leur actif était financé par l'émission de papier à court terme, des

expansion to have a major impact on the degree of ease or tightness in financial markets. So much is evident from the record. It is clear that the effects of Bank of Canada operations on the growth of money and credit and on the level of interest rates have not been confined to the chartered banks but have been felt pervasively throughout the financial system.

As I need hardly tell this group, the Bank of Canada can, by varying the supply of chartered bank cash reserves, influence the operations not only of the banks but of near-bank financial institutions as well. Changes in the supply of cash reserves relative to the banking system's demand for them have the immediate consequence of putting downward pressure on short-term money market and institutional interest rates when reserves are run at relatively high levels, and upward pressure on these rates when the central bank is less generous in providing cash reserves.

If the central bank is a reluctant provider of cash to the banking system so that heightened competition for money balances is pushing short-term interest rates upward, the near-banks must meet these rates or else suffer pressure on their own cash positions. These pressures would result from a tendency for funds to slip away as depositors sought the higher returns available elsewhere and as borrowers tried to take advantage of relatively cheap near-bank sources of credit.

The basic character of these responses is not altered by the fact that the near-banks are not required to maintain a stipulated minimum level of cash reserves nor indeed to hold part of their cash in accounts with the central bank, as the chartered banks must do. The function of the banking system's cash reserve requirements is simply to increase the short-run precision and predictability of their response to changes in the supply of central bank money. So long as the banks are required to hold somewhat larger non-earning cash reserves than they would by choice, they will respond rather sensitively to excesses as well as to deficiencies in their cash reserve positions. And so long as the institutions that are subject to these legal requirements bulk large in the financial system – and in particular in the business of issuing chequable deposit liabilities – their response to changes in their reserve positions will have prompt and substantial effects on other financial institutions and markets.

These conditions for the reasonably effective implementation of monetary policy are met in Canada as things stand at present. The chartered banks are dominant enough in the relevant areas of deposit-taking and short-term credit extension to give the Bank of Canada, through its

emprunts auprès de banques canadiennes fournissant par ailleurs 116 millions de dollars. Ces chiffres sont encore relativement modestes – ils ne représentent que 2% des avoirs en dollars canadiens des banques à charte –, mais ces nouveaux venus sur la scène financière canadienne connaissent une expansion rapide depuis leur établissement.

Revenons-en au cadre législatif applicable aux banques et aux établissements parabancaires. Tout en admettant que les mécanismes actuels présentent des anomalies, il faut reconnaître que jusqu'à présent ils fonctionnent en pratique de façon relativement satisfaisante en ce qui concerne la politique monétaire. Les pouvoirs d'ordre technique conférés à la Banque du Canada se sont révélés dans l'ensemble appropriés aux buts que poursuit notre institution. Le contrôle qu'elle exerce principalement sur les réserves-encaisse mises à la disposition des banques à charte lui a incontestablement permis d'influer suffisamment sur l'expansion monétaire pour régir, dans une large mesure, le degré de tension ou d'aisance des marchés financiers. Les faits sont là pour le prouver. Il est évident que les effets des opérations de la Banque du Canada sur la croissance de la monnaie et du crédit ainsi que sur les niveaux des taux d'intérêt, loin de se limiter aux banques à charte, se sont propagés à l'ensemble du système financier.

Il est à peine besoin de vous rappeler que la banque centrale peut, en modifiant le niveau des réserves-encaisse des banques à charte, influer sur les activités non seulement des banques mais aussi des établissements financiers parabancaires. Toute modification des réserves-encaisse, par rapport à la demande du système bancaire, a un effet immédiat sur les taux du marché monétaire et sur les taux d'intérêt pratiqués par les institutions; ces taux subissent une pression à la baisse lorsque les réserves sont relativement abondantes, et une pression à la hausse lorsque la banque centrale se montre plus avare de réserves-encaisse.

Lorsque le dernier cas se présente et que l'intensification de la chasse aux dépôts fait monter les taux d'intérêt à court terme, les établissements parabancaires sont obligés de suivre le mouvement à la hausse, sous peine de voir leur trésorerie se détériorer. Ils risqueraient en effet de voir diminuer les fonds qui leur sont confiés, les déposant étant attirés par les taux supérieurs offerts dans les autres institutions, et les emprunteurs essayant de profiter du crédit relativement bon marché offert par les établissements en question.

Le fait que les établissements parabancaires échappent à l'obligation de maintenir un certain minimum de réserves-encaisse ou de bloquer une partie de leurs liquidités auprès de la banque centrale, à l'instar des banques à charte, ne modifient pas fondamentalement les résultats obtenus. Le système

management of their cash reserves, an adequate degree of leverage and precision for monetary control purposes. So far as its needs for statistical information are concerned, it is true that the Bank of Canada's statutory power to collect statistics applies only to the chartered banks. In practice, however, our experience has been that we have obtained excellent co-operation from other institutions, who meet our statistical requests on a voluntary basis.

Although other deposit-taking institutions have been expanding their business rapidly, deposits at chartered banks still comprise about two thirds of all deposits held by Canadians with financial institutions in Canada. The chartered banks' share of chequable deposit accounts is even higher. At the end of 1973, 78 per cent of such deposits were held with chartered banks and only 22 per cent – consisting mainly of chequable household savings accounts – were held with other depository institutions. While the chartered bank share of deposits has declined in recent years it remains the case that an overwhelmingly high proportion of payments in Canada is made by means of cheques drawn on bank accounts.

Up to the present, then, I am afraid that I cannot blame any shortcomings in monetary policy on deficiencies in the technical arrangements that link the Bank of Canada to the rest of the financial system. The absence of cash reserve requirements applicable to depository institutions other than the chartered banks has never, to my knowledge, frustrated the efforts of the Bank of Canada to bring about as sharp a curtailment of the pace of monetary expansion and as large an associated rise in short-term interest rates as we were prepared to contemplate in the circumstances of the time.

Whether this would continue to be the case in future years if a growing proportion of the country's banking business were taken on by institutions other than the chartered banks is another question. In thinking about the adequacy of our present cash reserve arrangements for purposes of monetary control, one does have to consider the implications of a possible further decline in the chartered banks' share of chequable deposit business. A progressive loosening of the relationship between the amount of cash reserves supplied by the central bank and the probable responses of the institutions which provide the public with most of the money it uses for transactions purposes would undoubtedly make the effects of central bank operations less predictable.

One must also give some weight to another aspect of the matter. The

des réserves obligatoires imposé aux banques sert en effet tout simplement à prévoir avec plus de précision et de certitude quelle sera à court terme leur réaction à des changements dans les dépôts des banques à charte auprès de la banque centrale. Tant que les banques devront garder des montants de réserves-encaisse non rétribuées un peu plus élevés qu'elles ne le voudraient, elles réagiront assez vivement toutes les fois que leurs réserves-encaisse seront excédentaires ou déficitaires. Et tant que les établissements soumis à ces exigences légales occuperont une place importante dans le système financier – tout particulièrement en ce qui concerne l'acceptation de dépôts mobilisables par chèques – leur réaction à toute modification de leur position de réserve-encaisse aura des effets rapides et sensibles sur les autres établissements et marchés financiers.

Les conditions nécessaires à une mise en œuvre relativement efficace de la politique monétaire se trouvent réunies pour le moment au Canada. Les banques à charte occupent sur le plan de l'acceptation de dépôts et de l'octroi de crédits à court terme une position suffisamment forte pour assurer à la Banque du Canada, par le biais de la politique de gestion des réserves-encaisse, l'efficacité et la précision requises pour le contrôle monétaire. En ce qui concerne nos besoins en données statistiques, il est vrai que la loi ne nous autorise à demander de renseignements qu'aux banques à charte. Mais en fait, les autres catégories d'institutions collaborent très aimablement avec nous et nous communiquent de plein gré les renseignements demandés.

Bien que d'autres institutions de dépôt se développent rapidement, les dépôts auprès des banques à charte représentent encore environ les deux tiers de tous les dépôts confiés à des établissements financiers au Canada. La part des banques à charte est encore supérieure dans le domaine des dépôts transférables par chèques. À la fin de 1973, 78% de ces derniers étaient détenus par les banques à charte et 22% seulement, formés surtout par des comptes d'épargne de particuliers avec faculté de tirage par chèque, étaient confiés à d'autres établissements de dépôt. Bien que la part des banques ait diminué ces dernières années, il reste vrai qu'au Canada une proportion écrasante des règlements se fait par chèques tirés sur des comptes bancaires.

Jusqu'ici, on ne peut donc, à mon avis, imputer les insuffisances de la politique monétaire aux mécanismes reliant la Banque du Canada au reste du système financier. L'inexistence de règles obligeant les établissements de dépôt parabancaires à constituer une réserve-encaisse n'a jamais, à ma connaissance, empêché la Banque du Canada de provoquer un ralentissement de l'expansion monétaire et une hausse corrélative des taux d'intérêt à court terme aussi considérables que nous l'avions envisagé à la lumière des circonstances.

minimum cash reserves that the chartered banks are required to hold earn no interest and are somewhat higher than the banks would hold by choice. The secondary reserve requirement, which also applies to chartered banks but not to their competitors, can sometimes have a comparable effect of reducing total earnings below what they might otherwise be. Taken by themselves these arrangements work to the competitive disadvantage of the chartered banks, if only to a modest degree. It is true that the banks also have offsetting competitive advantages owing to the very broad borrowing and lending powers available to them, to the peculiar magic of the word "bank" which is reserved to them, and in some cases to sheer size. Nevertheless, it is possible to question the appropriateness of discriminatory arrangements of this kind on grounds not just of efficiency but also of equity, at least with respect to small chartered banks and potential applicants for new bank charters.

It is true that in Canada our concerns on this score do not include one that is relevant in the United States, where fully-fledged banks can be established outside the Federal Reserve System and where member banks can leave the System without forfeiting the advantages of incorporation as banks. Nonetheless it does concern me that in recent years the number of new entrants into the chartered banking system on which the central bank operates directly has continued to be small by comparison with the number of new institutions that have been set up to do closely similar business under other legislation.

I have discussed the relationship of the Bank of Canada with deposit-taking institutions mainly in terms of the cash reserve requirements because the Bank of Canada Act leaves no doubt that cash reserve management is the major technique of monetary control that the Bank is expected to use. Except for the secondary reserve requirement which applies to the chartered banks, the Bank of Canada has no statutory power to influence the allocation of credit or the interest rates at which private institutions deal. Nevertheless, the Bank has supported agreements that have been entered into at times within the banking system, with the approval of the Minister of Finance, to limit the rates of interest paid on certain types of deposit. The Bank has also on occasion asked the banks to follow particular policies in the conduct of various aspects of their business, such as the composition of their lending. These requests have normally been made in co-operation with the Minister of Finance rather than as completely independent actions by the Bank of Canada.

Quant à savoir s'il continuerait d'en être ainsi au cas où les institutions parabancaires s'approprieraient une proportion croissante de l'activité bancaire au Canada, c'est là une autre paire de manches. Lorsqu'on réfléchit à l'efficacité du système actuel des réserves-encaisse sur le plan du contrôle monétaire, il convient d'envisager les conséquences qu'entraînerait une nouvelle réduction possible de la proportion des comptes assortis du droit de tirage par chèques détenue dans les banques. Un relâchement progressif du rapport existant entre le volume des réserves-encaisse mises à la disposition des banques par l'institut d'émission et les réactions probables des établissements qui fournissent au public la majeure partie des moyens de paiement nécessaires au règlement des transactions rendrait sans aucun doute moins prévisible le résultat des interventions de la banque centrale.

Il faut également tenir compte d'un autre aspect de la question. Les réserves-encaisse minimales que les banques à charte doivent bloquer sont improductives et sont quelque peu supérieures à ce qu'elles détiendraient de leur propre gré. Les réserves secondaires qu'elles doivent également maintenir, à la différence de leurs concurrents, peuvent également avoir à l'occasion un effet défavorable sur leur compte d'exploitation. Ces mesures en soi défavorisent les banques sur le plan de la concurrence, ne serait-ce que dans une faible mesure. Il est vrai que les banques bénéficient en contrepartie de certains avantages liés à la grande variété de pouvoirs qu'elles ont dans les domaines de l'octroi du crédit et de la recherche de fonds, à l'auréole particulière qui entoure l'appellation de «banque» dont elles ont l'exclusivité et, dans certains cas, à leur dimension. Il est néanmoins permis de s'interroger sur le bien-fondé de ces dispositions discriminatoires sur le plan non seulement de l'efficacité mais aussi de l'équité, du moins en ce qui concerne les petites banques et les sociétés susceptibles de solliciter une charte de banque.

Nous n'avons pas, il est vrai, à nous préoccuper d'un problème particulier aux États-Unis, où des banques à part entière peuvent s'établir hors du Système de réserve fédérale et où les établissements participants peuvent quitter ce dernier sans perdre aucun des avantages liés à la qualité de banque. Je me préoccupe cependant du fait que ces dernières années le nombre des nouveaux venus dans le système bancaire, sur lequel notre institution exerce un pouvoir direct, est resté faible par rapport à celui des établissements qui ont été créés en vue d'exercer des activités très comparables à celles des banques, mais dans un cadre législatif différent.

J'ai examiné les relations de la Banque du Canada avec les institutions de dépôt principalement sous l'angle des réserves-encaisse parce que la Loi sur la Banque du Canada stipule clairement que la gestion des réserves-encaisse

Since we have resorted to such measures only to a limited extent, their application to the chartered banks alone has not seemed to me to raise serious problems. If much greater reliance were to be placed on the use of such requests, there would be a strong case for extending them beyond the banking system. In certain circumstances this might be the appropriate course of action. The fact that this general approach has been used to such a limited extent in Canada is in my opinion not so much due to the framework of the financial system as to the many practical problems involved in devising major interventions of this kind in a way that offers the reasonable prospect that they will in fact be effective in the pursuit of their ultimate objective.

I have touched on a number of topics that go beyond the particular matter of the powers needed by a central bank. I would like to conclude by coming back to the question posed in the title of my remarks. It is my view that an extension of the Bank of Canada's powers to cover a broader range of financial institutions has not so far been necessary in order to achieve the central bank's objectives with reasonable efficiency. But this judgment is related to the structure of the Canadian financial system as it has developed to date. Some of the structural trends currently in evidence are not altogether reassuring from this point of view and their continuation could in time make it more difficult for the central bank to do its job effectively.

est le principal instrument de politique monétaire mis à la disposition de l'institut d'émission. Abstraction faite des réserves secondaires imposées aux banques à charte, notre institution ne dispose d'aucun moyen légal pour influer sur la répartition du crédit ni sur les taux d'intérêt que pratiquent les établissements privés. La banque centrale a néanmoins apporté son appui aux ententes que les banques, avec l'assentiment du ministre des Finances, ont à l'occasion conclues entre elles afin de limiter les taux d'intérêt servis sur certains genres de dépôts. Notre institution a également parfois demandé aux banques de suivre certaines lignes directrices dans la conduite de leurs affaires, leur proposant par exemple une certaine répartition de leurs prêts. Ces démarches n'ont pas constitué des initiatives prises en toute indépendance par la Banque du Canada, mais ont généralement été entreprises en collaboration avec le ministre des Finances.

Comme nous n'avons que rarement recouru à de telles mesures, je n'ai pas l'impression que le fait qu'elles s'appliquaient exclusivement aux banques à charte ait suscité de graves problèmes. S'il fallait en faire un usage beaucoup plus intensif, on serait justifié d'étendre leur application au-delà du système bancaire. Dans certaines circonstances, il faudrait peut-être en passer par là. Si cette approche générale n'a été employée au Canada que de façon tellement restreinte, c'est moins en raison du cadre dans lequel évolue le système financier que des nombreux problèmes concrets que comporte la mise au point d'importantes interventions de ce genre de manière à ce qu'elles aient en fait de bonnes chances de contribuer à atteindre l'objectif visé.

J'ai évoqué un certain nombre de sujets qui débordent le cadre des pouvoirs essentiels à une banque centrale. Je voudrais, en conclusion, revenir à la question posée au début de mon exposé. À mon avis, une extension des pouvoirs de la Banque du Canada qui placerait une gamme plus étendue d'établissements dans sa sphère de compétence ne s'est pas révélée nécessaire jusqu'ici pour permettre à l'institut d'émission d'atteindre ses objectifs avec une efficacité raisonnable. Il faut cependant replacer ce jugement dans le contexte du système financier canadien, tel qu'il s'est développé jusqu'à ce jour. Or, certaines des tendances qui se manifestent à l'heure actuelle sur le plan structurel n'ont, tout compte fait, rien de rassurant et elles pourraient, si elles persistaient, accroître les difficultés qu'éprouve la banque centrale à s'acquitter de sa mission.

finance

Recent financial developments

For more than two years prior to early 1973 the policy followed by the Bank of Canada had been designed to provide a strong stimulus to demand in an economy operating well short of capacity. Thus its operations during this period had served to accommodate high rates of monetary expansion and to keep short-term interest rates at relatively low levels in the face of rapidly rising credit demands.

With the growth of the economy gathering strong momentum and pressures on capacity and prices starting to develop early in 1973, the Bank became progressively less willing to accommodate such rapid growth in the demand for money and credit. In these circumstances short-term interest rates began rising rapidly, reinforced by similar movements in the United States and abroad, and as the months passed there were signs of a distinct slackening of the growth trend of the more narrowly-defined monetary aggregates, such as currency plus demand deposits.

For a time during the early months of 1974 short-term interest rates both in Canada and internationally fell back somewhat from their recent peaks, but a renewed upward movement began towards the end of the first quarter. For a period during the spring there was also a temporary bulge in the gradually moderating growth trend of currency and demand deposits, reflecting in part the distorting effects of disruptions to the mail service in Canada. Over the course of the summer months short-term interest rates remained at very high levels and, as can be seen in Chart I, the year-over-year growth of currency and demand deposits slackened further.

The growth trend of the money stock on broader definitions, such as currency plus all privately-held Canadian dollar bank deposits, has been markedly different from that of currency and demand deposits over the past two or three years. The main reasons for this seem to have been the marked shifts that have occurred in the relative attractiveness to the public of fixed-term deposits at banks as against competing interest-bearing claims. Over the past year, the rising year-on-year increase in currency and privately-held Canadian dollar bank deposits mainly reflects the very rapid growth of personal fixed term deposits paying a very competitive interest return.

L'évolution récente de la situation financière

Au cours de la période de plus de deux ans précédant les premiers mois de 1973, la politique menée par la Banque du Canada avait visé à stimuler fortement la demande dans une économie qui fonctionnait bien en deçà de sa capacité de production. Aussi les opérations de la Banque durant cette période avaient-elles pour but de permettre une expansion monétaire rapide et de maintenir le loyer de l'argent à court terme à des niveaux relativement bas malgré l'augmentation rapide de la demande de crédit.

Toutefois, devant la vigueur de la croissance économique et les pressions dont étaient l'objet, au début de 1973, l'appareil de production et les prix, la Banque devint de moins en moins disposée à permettre que se poursuive un accroissement aussi rapide de la demande de monnaie et de crédit. En conséquence, les taux d'intérêt à court terme amorcèrent une vive hausse, renforcée par la tendance qu'affichait le loyer de l'argent aux États-Unis et dans les autres pays, et on put observer, au fil des mois, un net ralentissement de la croissance de la masse monétaire au sens strict, c'est-à-dire de l'ensemble monnaie plus dépôts à vue.

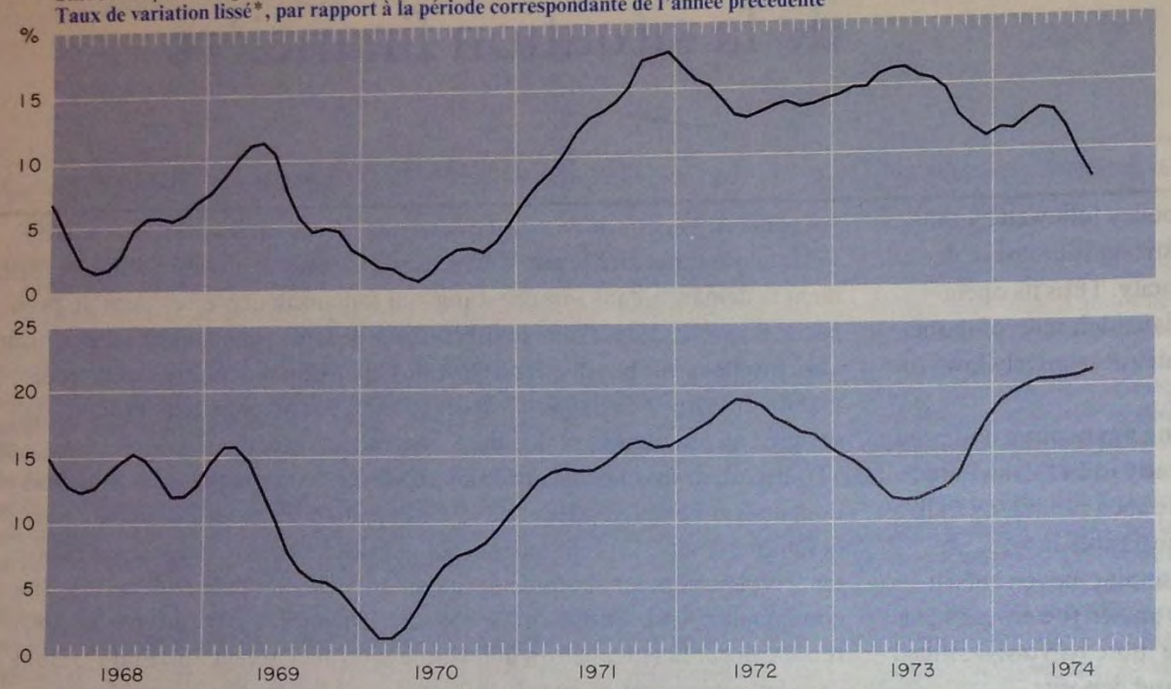
Pendant les premiers mois de 1974, les taux d'intérêt à court terme, au Canada et à l'étranger, subirent à un certain moment une légère baisse par rapport aux sommets atteints précédemment mais, vers la fin du premier trimestre, le mouvement à la hausse avait repris. Au printemps, la tendance au ralentissement de la monnaie et des dépôts à vue fit momentanément place à une vive poussée qui s'explique en partie par les perturbations imputables à l'arrêt temporaire des services postaux au Canada. Pendant l'été, les taux d'intérêt à court terme restèrent très élevés et, comme on peut le constater à l'aide du Graphique I, le rythme de progression annuelle de la monnaie et des dépôts à vue se ralentit de nouveau.

L'évolution de la masse monétaire au sens large, constituée de la monnaie hors banques et de tous les dépôts bancaires en dollars canadiens du public, a été très différente de celle de la monnaie et des dépôts à vue pendant les deux ou trois dernières années. Cette divergence semble être due principalement au fait que les dépôts bancaires à terme étaient devenus, pour le public, nettement plus rémunérateurs que les formes concurrentes de créances productives d'intérêt. Sur l'ensemble de l'année passée, la hausse du taux de croissance annuelle de la monnaie hors banques et des dépôts en dollars

Chart I Currency and chartered bank deposits
Graphique I Monnaie hors banques et dépôts bancaires

Average of Wednesdays **Moyenne des mercredis**

Smoothed percentage change* from 12 months previously
Taux de variation lissé*, par rapport à la période correspondante de l'année précédente



Currency and demand deposits
Monnaie hors banques et dépôts à vue

Currency and privately-held Canadian dollar deposits
Monnaie hors banques et dépôts en dollars canadiens du public

*Changes calculated from centred 3-month moving averages.

***Variation calculée à partir de moyennes mobiles centrées sur 3 mois.**

The strength of demand for credit in Canada was particularly evident in the early months of this year when there was a marked upsurge in borrowing. In the second quarter, however, there was some easing in the pace of borrowing by business and consumers. The value of mortgage loan approvals, which had reached very high levels in the early months of the year, also declined substantially in the late spring after mortgage rates began to increase rapidly and the major lending institutions abruptly stiffened the non-rate terms on mortgages.

Following the temporary decline in short-term interest rates in early 1974, upward pressure on short-term markets intensified again in the latter part of March through to early May in Canada as in the United States. The Bank of Canada acted to cushion the renewed rise in interest rates during this period through its management of chartered bank cash reserves as well as open market operations. From May until late August

canadiens du public s'explique surtout par l'augmentation très rapide des comptes de dépôt à terme du public assortis de taux d'intérêt très attrayants.

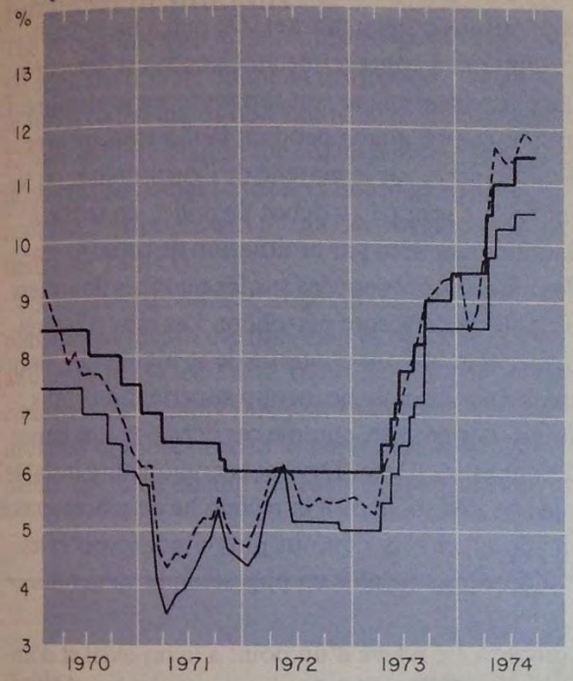
La vigueur de la demande de crédit au Canada s'est manifestée tout particulièrement durant les premiers mois de l'année en cours par une forte poussée des emprunts. Au second trimestre, cependant, on a noté un certain ralentissement des concours obtenus par les entreprises et par les ménages. Les autorisations de prêts hypothécaires, qui avaient atteint en valeur des niveaux très élevés pendant les premiers mois de l'année, ont, elles aussi, accusé un déclin marqué à la fin du printemps, par suite d'un relèvement rapide du coût des crédits hypothécaires et d'un durcissement soudain des autres conditions d'octroi de prêts hypothécaires par les principaux établissements.

Après un recul passager des taux d'intérêt à court terme au début de 1974, les pressions à la hausse ont repris de la mi-mars au début de mai à la fois au Canada et aux États-Unis. La Banque du Canada s'est efforcée d'atténuer

Chart II Interest rates
Graphique II Taux d'intérêt

Monthly **Données mensuelles**

Chartered bank typical rates
Quelques taux d'intérêt des banques à charte



90-day
swapped deposits ----
Dépôts-swaps à 90 jours ----

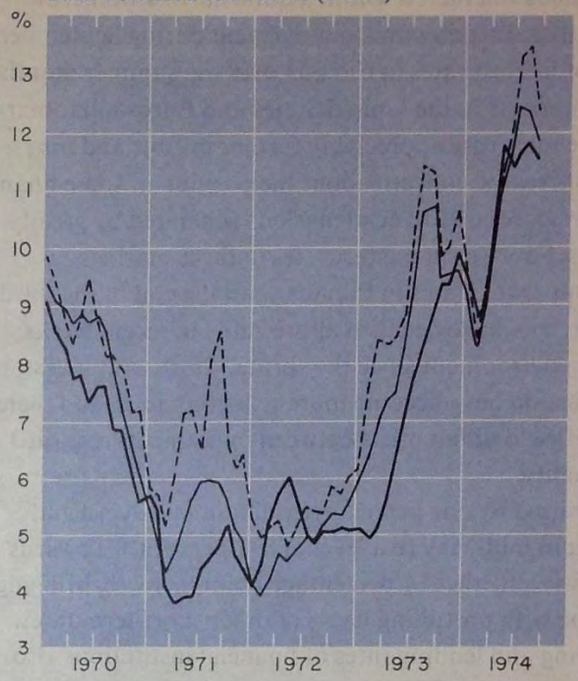
Prime lending rates
(larger loans) ——
Taux de base des prêts
(gros montants) ——

60–89 day
certificates of deposit* ——
Certificats de dépôt*
(de 60 à 89 jours) ——

*Until November 1970 and after June 12, 1972, rates prevailing under interest rate agreements.

***Jusqu'en novembre 1970 et depuis le 12 juin 1972, taux d'intérêt établis conformément à des accords sur les taux d'intérêt.**

Short-term (3 month) rates
Taux d'intérêt à court terme (3 mois)



Euro-dollar rate -----
Taux de l'eurodollar -----

United States:
short-term paper* ——
États-Unis:
papier à court terme* ——

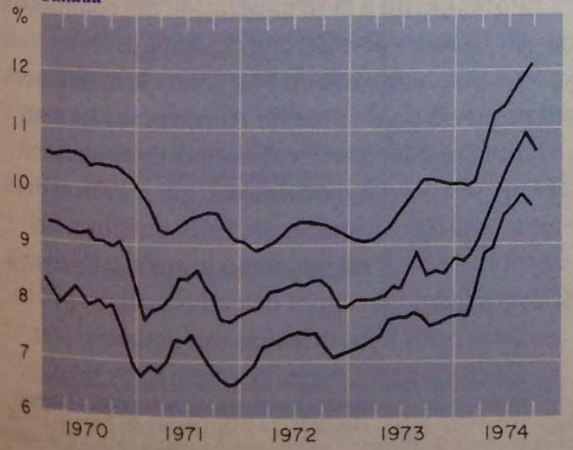
Canada: short-term paper† ——
Canada : papier à court terme† ——

*Dealer – placed commercial paper.
†Finance company paper.

***Papier commercial placé par l'entremise des négociants en valeurs mobilières.**
†Papier des sociétés de financement.

Long-term rates **Taux d'intérêt à long terme**

Canada
Canada

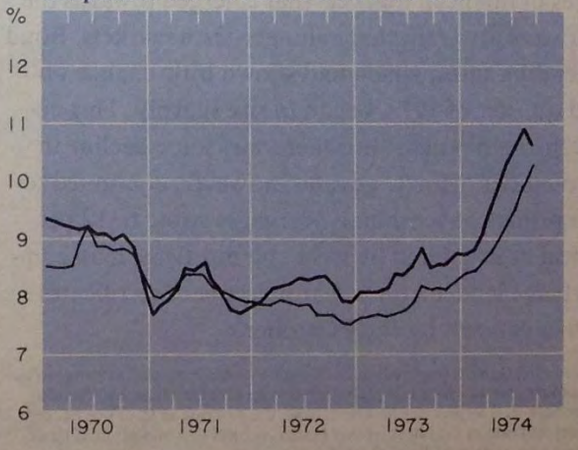


Prime conventional
residential mortgages
Taux préférentiel des
prêts hypothécaires
ordinaires à l'habitation

10 provincial bonds
10 obligations provinciales

Government of Canada bonds:
10 years and over
Obligations du gouvernement
canadien à 10 ans et plus

Canada–U.S. comparison
Comparaison entre le Canada et les États-Unis



Canada:
10 provincial bonds
Canada:
10 obligations provinciales

United States:
public utility bonds
États-Unis:
obligations des services
d'utilité publique

short-term rates in Canada fluctuated within a quite narrow range, although there has been a distinct downward movement during September. The relative stability of interest rates in Canada over the summer months contrasted with developments in the United States and Euro-dollar markets where comparable rates rose appreciably further in June and into July, partly reflecting increased concern about the position of some financial institutions and pressures on financial markets generated by greatly increased oil payments. Short-term interest rates in these markets remained well above comparable rates in Canada until the end of the third quarter, although they, too, have declined appreciably in recent weeks. In the more uncertain environment since the spring, short-term investors both abroad and in Canada have become more risk-conscious, and there has been a widening of yield differentials between investments regarded as being of varying quality.

The Bank Rate was raised by one percentage point in mid-April and by ½ percentage point in mid-May to a level of 8¾ per cent.* Towards the end of July there was a further ½ percentage point increase, bringing it more closely into line with prevailing levels of other short-term rates. Administered borrowing and lending rates of financial institutions also rose again after the first quarter. The chartered banks' prime lending rates to larger borrowers reached 11½ per cent by the end of July, 2 percentage points higher than at the end of 1973. The "Winnipeg agreement" ceiling on large denomination Canadian dollar bank deposits maturing in less than one year was increased in three steps between March and July to a level of 10½ per cent, while rates paid on non-chequable savings deposits at banks and trust and mortgage loan companies were raised to 9¼ per cent by August.

The renewed pressures in financial markets that emerged towards the end of the first quarter were also reflected in longer-term markets. Bond yields and mortgage lending rates, which had shown little change on balance since the third quarter of 1973, began to rise sharply. This upward trend continued through August but there was some decline in bond yields during September. Mortgage rates, however, continued to increase, with rates on prime conventional mortgages rising to 12 per cent or just over. Typical rates offered by trust and mortgage loan companies, the major mortgage lenders, on 5-year investment certificates were adjusted up to 10¾ per cent by early October.

*At the time of the May increase in the Bank Rate, the Bank of Canada also announced a change in its practice with respect to the maximum rate at which it is prepared to enter into Purchase and Resale Agreements with money market dealers. The practice had been to set the PRA rate at ¼ of one per cent above the average 91-day treasury bill rate at the latest weekly tender, subject to a minimum of Bank Rate minus ¾ of one per cent and a maximum of Bank Rate. Since then, the maximum PRA rate has been Bank Rate plus ½ of one per cent.

ce nouveau renchérissement de l'argent par sa politique de gestion des réserves-encaisse et par des opérations d'open market. De mai à fin août, la plage de variation des taux d'intérêt à court terme au Canada est demeurée assez étroite, encore qu'une baisse sensible se soit fait sentir en septembre. La stabilité relative des taux d'intérêt au Canada pendant l'été a tranché avec l'évolution observée aux États-Unis et sur le marché de l'euro-dollar, où les taux de même catégorie ont encore grimpé au début de juillet, en partie à cause des inquiétudes croissantes suscitées par la situation de certains établissements financiers et des tensions provoquées sur les marchés financiers par l'augmentation considérable de la facture pétrolière. Les taux d'intérêt à court terme pratiqués sur ces marchés ont continué de se maintenir, jusqu'à la fin du troisième trimestre, à un niveau de beaucoup supérieur aux taux analogues au Canada, pour accuser ensuite, comme ces derniers, une baisse appréciable au cours des dernières semaines. Devant la conjoncture instable observée depuis le printemps, les investisseurs à la recherche de placements à court terme au Canada et à l'étranger sont devenus plus circonspects et les taux de rendement se sont différenciés de plus en plus selon la valeur des placements.

Au Canada, le taux d'escompte a été relevé d'un point à la mi-avril et d'un demi-point à la mi-mai pour atteindre 8¾%*. Une nouvelle majoration d'un demi-point à la fin de juillet a encore rapproché ce taux des autres taux à court terme. Les institutions financières ont également augmenté, après le premier trimestre, leurs taux débiteurs et créditeurs. Les taux préférentiels consentis par les banques à charte aux gros emprunteurs se sont établis fin juillet à 11½%, soit à 2 points de plus qu'à la fin de 1973. Le plafond institué par la «Convention de Winnipeg» en ce qui concerne les gros dépôts bancaires en dollars canadiens à moins d'un an a subi, de mars à juillet, trois majorations qui l'ont porté à 10½%. Quant à la rémunération des comptes d'épargne sans faculté de tirage par chèques détenus dans les banques et les sociétés de fiducie ou de prêt hypothécaire, elle a atteint 9¼% vers le mois d'août.

Les tensions qui ont réapparu vers la fin du premier trimestre sur les marchés financiers ont également touché le long terme. Les taux de rendement des obligations ainsi que les taux des prêts hypothécaires, qui n'avaient dans l'ensemble guère varié depuis le troisième trimestre de 1973, ont eux aussi entamé une forte avance. Ce mouvement s'est maintenu jusqu'à la fin d'août, mais les taux de rendement des obligations se sont détendus quelque peu en septembre. Toutefois, les taux des prêts hypothécaires ont poursuivi leur

*Lors du deuxième relèvement, la Banque du Canada a également adopté une nouvelle façon de déterminer le taux maximal auquel elle est disposée à prendre en pension des effets présentés par les négociants agréés du marché monétaire. Jusqu'ici le taux des pensions était de ¼% plus élevé que le taux moyen des bons du Trésor à 91 jours à la dernière adjudication hebdomadaire, sous réserve d'un minimum équivalant au taux d'escompte diminué de ¾% et d'un maximum égal au taux d'escompte. Depuis, le taux maximal des prises en pension est égal au taux d'escompte augmenté de ½%.

Financial institutions

The strong increase in demands for credit this year has been met largely through the private financial institutions, which supplied over $10 billion of funds to the major non-financial borrowers during the first half of 1974, $2 billion more than in the corresponding period of 1973. This increase in mortgages, other loans and holdings of securities was reflected in the continued brisk growth of the combined major assets of these institutions (see Table I).

The chartered banks' Canadian dollar major assets increased at a 20 per cent annual rate in the first nine months of 1974, much the same pace as during 1973 (see Table II). Holdings of Canadian liquid assets increased more rapidly this year than last. "Free" Canadian liquid assets, in excess of those needed to meet cash and secondary reserve requirements, declined during the early months of this year but from April to

Les institutions financières

La forte progression des besoins de crédit cette année a été en grande partie satisfaite par les établissements financiers privés, qui ont avancé au-delà de 10 milliards de dollars aux principaux secteurs non financiers de l'économie au premier semestre de 1974, soit 2 milliards de dollars de plus que pendant la période correspondante de 1973. L'augmentation constatée aux postes prêts hypothécaires, autres concours et portefeuilles-titres explique la progression toujours rapide de l'ensemble des principaux avoirs de ces établissements (voir Tableau I).

ascension, atteignant ou dépassant légèrement 12% dans le cas des hypothèques ordinaires de premier rang. Les principaux prêteurs sur hypothèques, les sociétés de prêt hypothécaire et les sociétés de fiducie, ont relevé les taux généralement servis sur les certificats de placement à 5 ans jusqu'à 10¾% au début d'octobre.

Table I
Tableau I

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

	Billions of dollars June 1974 / En milliards de dollars Juin 1974	Percentage change / Variation en % — December to December / De décembre à décembre				Annual rates, seasonally adjusted / Taux annuels; données désaisonnalisées	
		1970 1970	1971 1971	1972 1972	1973 1973	December 1973 to June 1974 / De décembre 1973 à juin 1974	
Deposit-taking institutions							Institutions de dépôt
Chartered banks[1]	54.3	9	19	17	19	19	Banques à charte[1]
Trust and mortgage loan companies and Quebec savings bank	17.9[2]	14	13	15	23	23	Sociétés de fiducie ou de prêt hypothécaire et la Banque d'épargne opérant au Québec
Credit unions and caisses populaires	9.3E	11	22	27	25	20E	Caisses populaires et credit unions
Sub-total	81.4E	10	18	18	21	20E	Total partiel
Contractual savings institutions							Institutions d'épargne contractuelle
Life insurance companies	19.2E	5	7	9	9	10E	Compagnies d'assurance-vie
Pension funds	16.7E	11	12	12	13E	13E[3]	Caisses de retraite
Sub-total	35.9E	7	9	11	11E	11E	Total partiel
Sales finance and consumer loan companies	7.0	–3	5	13	20	23	Sociétés de financement ou de prêt à la consommation
Total	124.3E	8	14	15	17E	17E	Total

Note: Annual rates of growth in this table and elsewhere in the article are compounded.

(1) Major Canadian dollar assets; average of Wednesdays.
(2) Includes $0.8 billion of assets of the Quebec savings bank.
(3) Not seasonally adjusted.

Nota : Les taux annuels de croissance mentionnés dans ce tableau et ailleurs dans l'article sont cumulatifs.

(1) Principaux avoirs en dollars canadiens; moyenne des mercredis.
(2) Y compris 0.8 milliard d'avoirs détenus par une banque d'épargne opérant au Québec.
(3) Données non désaisonnalisées.

Table II
Tableau II

Selected bank assets
Quelques avoirs bancaires

Average of Wednesdays, unless otherwise indicated Moyenne des mercredis, sauf indication contraire

	Billions of dollars September 1974 En milliards de dollars Septembre 1974	Percentage change Variation en %				
		December to December De décembre à décembre			Annual rates, seasonally adjusted Taux annuels, données désaisonnalisées	
		1971 1971	1972 1972	1973 1973	December 1973 to September 1974 De décembre 1973 à septembre 1974	
Canadian liquid assets	12.0	14	4	3	12	Avoirs liquides canadiens
"Free" Canadian liquid assets	4.8	12	–3	–11	3(1)	Avoirs liquides canadiens "libres"
Loans, mortgages and other investments	44.7	21	23	25	23	Prêts, hypothèques et autres placements
Canadian dollar loans	36.5	16	22	27	20	Prêts en dollars canadiens
General loans	33.7	20	23	26	19	Prêts généraux
Business loans(2)	19.7	24	22	27	19	*Prêts aux entreprises*(2)
Ordinary personal loans(2)	10.4	24	24	24	26	*Prêts personnels ordinaires*(2)
Residential mortgages	5.6	56	47	34	35	Prêts hypothécaires à l'habitation
Provincial, municipal and corporate securities	2.6	42	10	–4	18	Titres des provinces, des municipalités et des sociétés
Canadian dollar major assets	56.6	19	17	19	20	Principaux avoirs en dollars canadiens
Memo: General loans plus commercial paper and bankers' acceptances(2)	37.1	20	21	25	25	Pour mémoire : Prêts généraux plus papier commercial et acceptations bancaires(2)

(1) Not seasonally adjusted.
(2) Month-end. Latest data August 1974.

(1) Données non désaisonnalisées.
(2) En fin de mois. Plus récentes données : août 1974.

Table III
Tableau III

Chartered bank business loans and authorizations
Banques à charte : prêts et lignes de crédit accordés aux entreprises

Month-end En fin de mois

	Billions of dollars June 1974 En milliards de dollars Juin 1974	Percentage change Variation en %					
		December to December De décembre à décembre			December 1972 to June 1973 De décembre 1972 à juin 1973	December 1973 to June 1974 De décembre 1973 à juin 1974	
		1971 1971	1972 1972	1973 1973			
Business loans outstanding							Encours des prêts aux entreprises
Total	19.2	24	22	27	29	26	Total
Under authorized limits of:							Dans le cadre de crédits autorisés
less than $100,000	3.0	15	12	14	24	23	de moins de $100,000
$100,000 to $1 million	4.8	17	24	23	38	39	de 100,000 à 1 million de dollars
$1 million to $5 million	4.6	18	26	27	34	46	de 1 million à 5 millions
$5 million and over	6.8	42	23	37	22	8	de 5 millions et plus
Business loan authorizations ($100,000 and over)							Autorisations de prêts aux entreprises ($100,000 et plus)
Total	30.2	34	20	18	16	24	Total
Under authorized limits of:							Dans le cadre de crédits autorisés
$100,000 to $1 million	7.4	17	22	20	18	19	de 100,000 à 1 million de dollars
$1 million to $5 million	7.5	24	23	16	18	23	de 1 million à 5 millions
$5 million and over	15.3	49	18	18	15	27	de 5 millions et plus

September increased at much the same pace as total Canadian dollar major assets, with the result that the "free" Canadian liquid asset ratio held at about 8.5 per cent. However the rate of growth of less liquid Canadian assets slowed a little from the high level in 1973, with general loans in particular rising at a less rapid rate than in either 1972 or 1973. In the first quarter of 1974, the pace of chartered bank lending showed a distinct moderation as large business borrowers moved into the short-term paper market; if general loans are combined with commercial paper and bankers' acceptances, the increase in borrowing in the first quarter was about 30 per cent. Growth of this broader credit measure in the six months ended September dropped back to an annual rate of 22 per cent.

Looking at the composition of business loans and authorizations by size, full data for which are only available on a quarterly basis to the end of June, there was a marked deceleration in the rate of growth of loans outstanding to borrowers in the largest size category compared with the corresponding period of last year (see Table III). As mentioned earlier, such borrowers turned to the short-term paper market when rates declined to levels well below bank prime lending rates in the first quarter. This resulted in a somewhat slower growth in total business loans outstanding than in the first six months of 1973. On the other hand, authorizations of $100,000 and over increased more rapidly in the first half of this year, largely reflecting a faster growth in lines of credit of $5 million and over. It should be noted that as lines of credit for individual borrowers are increased, some borrowers move up into larger size categories.

Chartered bank lending to consumers was very buoyant once again in the early months of this year but slowed during the second quarter, as did the growth of consumer credit generally. There was a renewed upsurge in personal lending in July and August, probably related to the buoyancy of car sales. By mid-1974 typical bank lending rates on consumer loans stood at 13½ per cent compared with the 12½ per cent level established in the summer of 1973.

The banks' residential mortgage portfolios increased very rapidly during the first seven months of this year but the rate of growth moderated after July, following an earlier decline in loan approvals. In absolute terms, net residential mortgage investment increased by $1.2 billion in the first three quarters of 1974, $300 million more than in the corresponding period of last year.

Turning to the other side of the balance sheet, the banks have relied heavily on fixed term deposits to finance the expansion of their assets over the past year. However, there was an increased concentration on

Les principaux avoirs en dollars canadiens des banques à charte ont progressé à un taux annuel de 20% au cours des neuf premiers mois de 1974, soit à un rythme à peu près semblable à celui qui avait été enregistré en 1973 (voir Tableau II). La croissance des avoirs liquides canadiens s'est accélérée cette année. Quant aux avoirs liquides canadiens «libres», constitués par les excédents sur les montants obligatoires des réserves-encaisse et des réserves secondaires, ils ont accusé un repli au début de l'année avant de marquer, d'avril à septembre, une augmentation comparable à celle des principaux avoirs en dollars canadiens; le coefficient d'avoirs «libres» s'est ainsi maintenu à environ 8.5%. Toutefois, la croissance des avoirs canadiens de seconde liquidité, qui avait atteint un rythme élevé en 1973, s'est quelque peu modérée du fait, notamment, du ralentissement des prêts généraux par rapport à 1972 et à 1973. Au premier trimestre de 1974, l'expansion des prêts bancaires s'est nettement modérée, les grandes entreprises emprunteuses se tournant vers le marché du papier à court terme. Si l'on ajoute aux prêts généraux les acceptations bancaires et le papier commercial, on obtient pour le premier trimestre un taux de croissance des emprunts d'environ 30%. La progression de cet indicateur d'ensemble devait cependant revenir, en taux annuel, à 22% pour les six mois se terminant fin septembre.

Si l'on examine maintenant la ventilation des prêts et des autorisations de crédit aux entreprises selon leur montant – pour laquelle on ne dispose de données complètes que chaque trimestre, les plus récentes datant de la fin de juin –, on constate que l'encours des plus gros prêts a marqué, au premier semestre de 1974, une progression nettement moins rapide que pendant la période correspondante de l'année antérieure (voir Tableau III). Comme nous l'avons mentionné précédemment, les entreprises en cause ont eu recours au marché du papier à court terme, dont les taux étaient descendus au premier trimestre bien au-dessous du taux de base pratiqué par les banques. Il s'en est suivi un léger ralentissement de la croissance de l'encours total des prêts aux entreprises par rapport aux six premiers mois de 1973. En revanche, l'encours des autorisations de 100,000 dollars et plus a enregistré une accélération au premier semestre de 1974, en grande partie à cause de la progression plus rapide des lignes de crédit de 5 millions de dollars et plus. Il est à noter que l'accroissement d'une ligne de crédit peut dans certains cas la faire passer dans une catégorie supérieure.

Les prêts bancaires aux consommateurs pendant les premiers mois de l'année ont de nouveau été très soutenus; le second trimestre a cependant été marqué par un relentissement, qui a d'ailleurs frappé le crédit à la consommation dans son ensemble. Les mois de juillet et d'août ont donné lieu à une nouvelle poussée des prêts aux particuliers, probablement liée au fort volume

Table IV
Tableau IV

Currency and chartered bank deposits
Monnaie hors banques et dépôts bancaires

Quarterly averages of Wednesday data **Moyennes trimestrielles des données des mercredis**

	Billions of dollars 3Q 1974 **En milliards de dollars 3e trim. 1974**	Percentage change **Variation en %** 3Q 1970 to 3Q 1971 **Du 3e trim. 1970 au 3e trim. 1971**	3Q 1971 to 3Q 1972 **Du 3e trim. 1971 au 3e trim. 1972**	3Q 1972 to 3Q 1973 **Du 3e trim. 1972 au 3e trim. 1973**	3Q 1973 to 3Q 1974 **Du 3e trim. 1973 au 3e trim. 1974**	
Currency and demand deposits	14.8	14	14	15	8	**Monnaie et dépôts à vue**
Personal savings deposits	29.5	10	10	15	31	**Dépôts d'épargne personnels**
Fixed term	12.3	–2	17	38	81	**Dont : à terme**
Non-personal term and notice deposits	10.4	35	50	1	17	**Dépôts non personnels à terme ou à préavis**
Fixed term	9.4	22	74	2	19	**Dont : à terme**
Currency and total privately-held Canadian dollar deposits	54.7	15	18	12	21	**Monnaie et ensemble des dépôts en dollars canadiens détenus par le public**
Currency and total Canadian dollar deposits	55.7	18	16	15	18	**Monnaie et ensemble des dépôts en dollars canadiens**
Memo: Foreign currency deposits of residents	6.0	–31	–45	109	147	**Pour mémoire : Dépôts en monnaies étrangères des résidents**

deposits with shorter terms to maturity, reflecting uncertainties about the future level of interest rates. As indicated in Chart III, personal fixed term deposits have risen very rapidly since mid-1973 in response to the higher rates offered. In the first nine months of 1974, the $4.2 billion growth in these deposits accounted for three quarters of the total increase in Canadian dollar deposits.

The banks also obtained substantial amounts of funds in the form of large denomination deposits. Their ability to compete for large denomination Canadian dollar deposits maturing in less than one year was at times constrained by interest rate ceilings under the "Winnipeg agreement". However, the banks continued to offer Canadian residents more attractive yields on large short-term deposits denominated in foreign currency than could be obtained on similar Canadian dollar deposits (see Chart II). In the first nine months of this year, these foreign currency deposits increased by $3.3 billion, compared with a gain of about $700 million for non-personal Canadian dollar term deposits.

des ventes d'automobiles. Vers le milieu de l'année, le taux d'intérêt appliqué aux prêts bancaires aux particuliers était en général de 13½%, contre 12½% à l'été 1973.

Les portefeuilles bancaires des prêts hypothécaires à l'habitation se sont développés très rapidement pendant les sept premiers mois de l'année, mais leur taux de croissance s'est atténué après juillet, suivant en cela avec un certain décalage le relentissement des autorisations de prêts. L'augmentation nette des créances hypothécaires à l'habitation a été de 1.2 milliard de dollars pendant les trois premiers trimestres de 1974, dépassant ainsi de 300 millions les chiffres relatifs à la période correspondante de 1973.

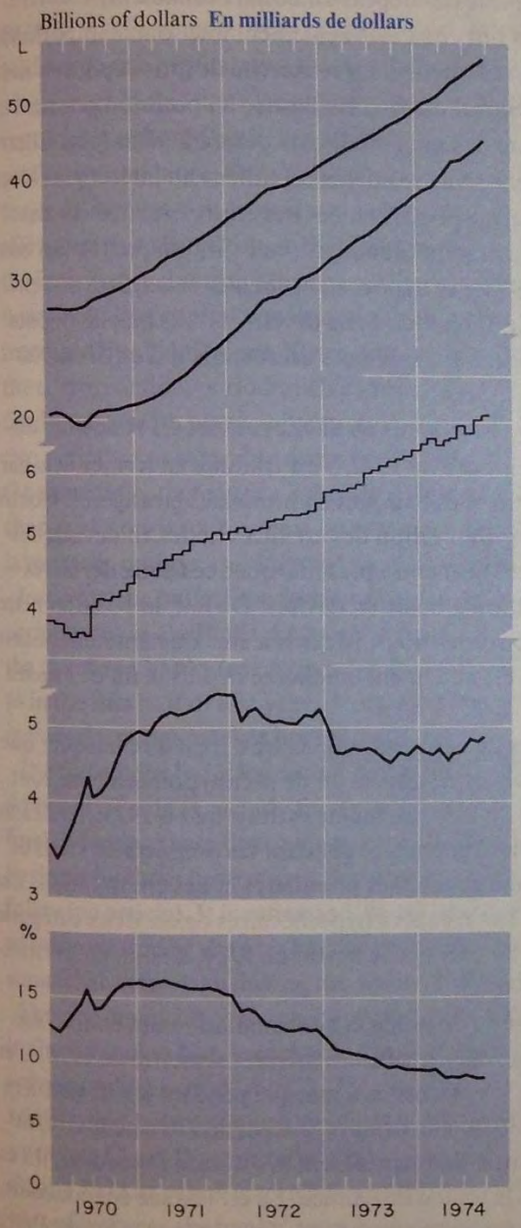
Si l'on analyse le passif du bilan des banques, on observe qu'elles ont eu largement recours aux dépôts à terme pour financer la progression de leurs avoirs par rapport à l'an dernier. On a toutefois noté un accroissement de la proportion des dépôts à échéance relativement courte, par suite des incertitudes planant sur l'évolution future des taux d'intérêt. Comme le montre le Graphique III, les dépôts personnels à terme ont, en raison des taux élevés

Chart III Selected chartered bank assets and liabilities
Graphique III Quelques avoirs et engagements des banques à charte

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

Monthly average of Wednesdays
Moyenne mensuelle des mercredis

Canadian dollar assets
Avoirs en dollars canadiens



Canadian dollar major assets*
Principaux avoirs en dollars canadiens*

Loans, mortgages and non-government investments*
Prêts, hypothèques et titres autres que les fonds d'État*

Required cash and secondary reserves
Réserves-encaisse et réserves secondaires

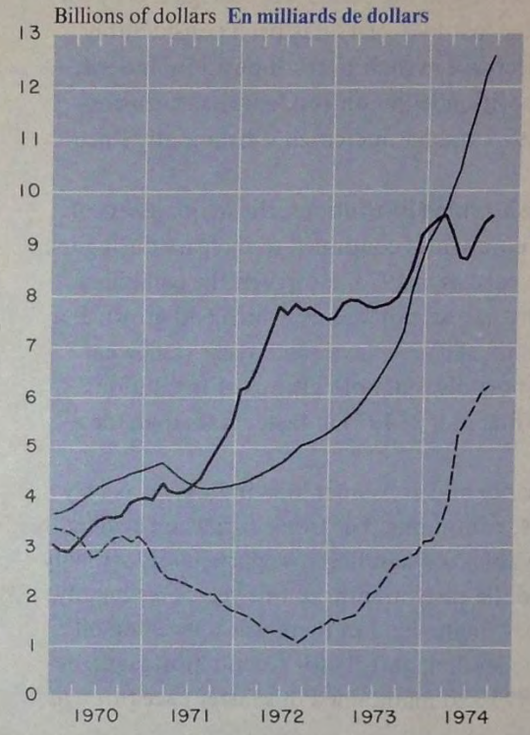
"Free" Canadian liquid assets
Avoirs liquides canadiens «libres»

"Free" Canadian liquid assets as a percentage of Canadian dollar major assets
Ratio : Avoirs liquides canadiens «libres» /Principaux avoirs en dollars canadiens

*Seasonally adjusted

*Données désaisonnalisées

Term deposits
Dépôts à terme

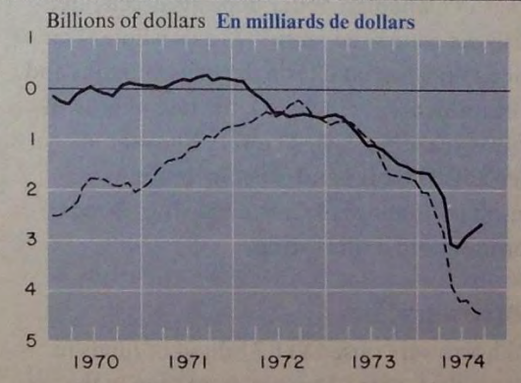


Personal*
Dépôts personnels*

Non-personal*
Dépôts non personnels*

Foreign currency deposits of Canadian residents
Dépôts en monnaies étrangères des résidents canadiens

Net foreign currency assets
Avoirs nets en monnaies étrangères



Total
Total

Position with Canadian residents†
Position vis-à-vis des résidents canadiens†

†Net position on foreign currency loan and deposit business with Canadian residents (booked in Canada).

†Position nette au titre des opérations de prêt de dépôt en monnaies étrangères effectuées avec les résidents canadiens (Sièges et succursales canadiennes seulement).

The rapid expansion of foreign currency deposit liabilities to residents, which began in the latter part of 1972, has more than accounted for the decline in the banks' net foreign currency asset position since then. As illustrated in Chart III, the decrease in the banks' net foreign asset position vis-à-vis residents over the last two years has been considerably more pronounced than the decrease in their over-all position. Indeed, the banks' net foreign asset position with non-residents has been consistently positive since mid-1973 and has increased substantially since the end of last year.

Among the non-bank deposit-taking institutions, the major assets of the trust and mortgage loan companies continued to increase during the first half of 1974 at the same pace as in 1973. However, the combined assets of the credit unions and caisses populaires, which had grown at a very rapid rate in the first half of 1973, have since risen somewhat more slowly. The mortgage portfolios of both groups of institutions continued to increase in the first half of 1974 at faster rates than their total assets.

The growth of the sales finance and consumer loan industry was very rapid in the first half of 1974, continuing the strong expansion evident during 1973. Business receivables outstanding rose particularly strongly in the latter part of 1973 and the early months of this year, presumably reflecting increased inventory financing, but there was a levelling off towards mid-year. Mortgage lending, largely for second mortgages, began to rise rapidly in mid-1973 and maintained this faster pace through the first half of 1974.

Appendix Table I draws together the general public's holdings of currency and deposits at banks and other financial institutions. The rate of growth of the public's holdings of Canadian dollar deposits decelerated slightly in the first half of this year compared with 1973 as a whole. This principally reflected a decline in non-personal term deposits at banks and if foreign currency deposits of residents are included, the rate of growth was in fact somewhat faster this year than last. The very buoyant increase in personal savings deposits at banks and other institutions was in part associated with a run-off in holdings of Canada Savings Bonds which became much more pronounced in the spring.

Financing by major borrowers

In total, major non-financial borrowers raised $11.7 billion of funds in the first half of 1974 from all sources, over $2 billion more than in the same period of last year. This substantial increase was attributable to

dont ils étaient assortis, augmenté à une cadence très rapide depuis le milieu de 1973. Pendant les neuf premiers mois de 1974, le gonflement de 4.2 milliards de dollars enregistré par ces comptes représentait plus des trois quarts de l'accroissement de l'ensemble des dépôts en dollars canadiens.

Les dépôts de fort montant ont constitué également une source importante du financement obtenu par les banques. La recherche de gros dépôts en dollars canadiens à terme de moins d'un an a été limitée à l'occasion pour ces dernières par le plafonnement des taux créditeurs décidé à Winnipeg. Elles ont toutefois continué de verser aux résidents canadiens un intérêt plus élevé sur les gros dépôts à court terme libellés en devises étrangères que sur des dépôts semblables libellés en dollars canadiens (voir Graphique II). Au cours des neuf premiers mois de 1974, ces dépôts en monnaies étrangères ont enregistré une augmentation de 3.3 milliards de dollars, tandis que les dépôts non personnels à terme en dollars canadiens s'accroissaient d'environ 700 millions de dollars.

L'expansion accélerée du passif-dépôts en devises envers les résidents, observée depuis le deuxième semestre de 1972, s'est traduite en termes nets par une détérioration de la position des banques en monnaies étrangères. Comme l'indique le Graphique III, la diminution des créances nettes en devises des banques sur les résidents a été beaucoup plus marquée ces deux dernières années que celle de leur position globale en devises. De fait, la position nette en devises des banques vis-à-vis des non-résidents a été constamment positive depuis le milieu de 1973 et s'est nettement améliorée depuis la fin de l'année dernière.

Au chapitre des organismes de dépôt parabancaires, il est à remarquer que les principaux avoirs des sociétés de fiducie ou de prêt hypothécaire se sont accrus, au premier semestre de 1974, au même rythme qu'en 1973. Toutefois, le taux de progression très élevé enregistré pendant les premiers six mois de 1973 par l'ensemble des avoirs des caisses populaires et des credit unions s'est quelque peu ralenti depuis. Les créances hypothécaires de ces deux catégories d'institutions ont continué, au premier semestre de 1974, d'augmenter nettement plus vite que leur actif total.

Les sociétés de financement ou de prêt à la consommation ont connu, sur leur lancée de 1973, un essor remarquable au premier semestre de 1974. L'encours des comptes débiteurs d'entreprises a marqué pendant les six derniers mois de 1973 et le début de 1974, une progression particulièrement vive, imputable sans doute à une hausse du financement des stocks; cependant, il s'est produit un nivellement vers le milieu de l'année. La croissance des concours hypothécaires, notamment des prêts sur seconde hypothèque, s'est accélérée au milieu de 1973 pour conserver sa cadence au premier semestre de 1974.

higher business and mortgage financing; consumer credit outstanding rose at much the same rate as a year earlier and borrowing by governments was little changed (see Table V).

Private non-financial businesses raised over $5 billion in the first half of 1974, $1.4 billion more than in the first six months of 1973. Undistributed corporate profits were substantially higher than a year earlier but a large part of this increase reflected profits derived from the sale of inventories purchased earlier at lower prices. However, such "inventory" profits, by and large, have to be allocated to the replenishment of inventories at current prices and are not available for other purposes. After allowance for the effect of this, measured in the National Accounts as the inventory valuation adjustment, internally generated corporate cash flow (including capital consumption allowances) is estimated to have increased by slightly over 20 per cent between the first half of 1973 and the corresponding period of this year. Among the identifiable uses of funds, outlays on plant and equipment rose by 25 per cent between the two periods, considerably more rapidly than in the first half of 1973. At the same time, there was a substantial increase in the value of physical change of non-farm business inventories. As a result, the gap between investment outlays and internal sources of funds widened appreciably.

Just over one half of the funds raised by private businesses (excluding agriculture) in credit markets in the first half of 1974 were obtained from the chartered banks (see Appendix Table II), about the same proportion as in the first half of last year. As mentioned earlier, there was a marked increase in paper market borrowing.

The figures for bank loans and commercial paper borrowing shown in Appendix Table II include funds raised in these forms by affiliates of foreign banks; these borrowings are included as a proxy for lending to business by these institutions, for which back data are not available (see following article). It is estimated, however, that the increase in their loans to business during the first half of 1974 amounted to about $350 million, somewhat more than during the whole of 1973.

The non-financial corporations also borrowed somewhat more heavily in the Canadian bond market in the first half of this year than in the corresponding period of 1973. This may have in part reflected the changed relationship between bond yields and chartered bank prime lending rates (see Chart IV); the differential between these two rates narrowed during 1973 as prime lending rates were increased and since the latter part of last year the banks' rates have generally been above those on industrial bonds. Equity issues were at a low level in the first half of this

Le Tableau I de l'Annexe regroupe les chiffres concernant la monnaie en circulation et les dépôts dans les banques et autres institutions financières. Le taux de croissance des dépôts en dollars canadiens du public a quelque peu ralenti au premier trimestre de l'année par rapport à 1973, ce qui s'explique surtout par une diminution des dépôts non personnels à terme dans les banques. D'ailleurs, si l'on tient compte des dépôts en devises des résidents, on constate que cette croissance s'est quelque peu accélérée en 1974. Le gonflement très marqué des dépôts d'épargne des particuliers dans les banques et autres institutions financières est en partie attribuable à la contraction des portefeuilles d'Obligations d'épargne du Canada qui s'est nettement accentuée au printemps.

Le financement des principaux secteurs économiques

Au premier semestre de 1974, les principaux secteurs non financiers de l'économie se sont procuré dans l'ensemble auprès de toutes les sources de financement 11.7 milliards de dollars, soit au-delà de 2 milliards de dollars de plus que pendant la période correspondante de 1973. Cet important accroissement est attribuable à l'expansion des concours aux entreprises et des prêts hypothécaires; en effet, l'encours du crédit à la consommation a progressé à peu près au même rythme que l'année précédente à la même époque et les efforts de financement du secteur public n'ont guère varié (voir Tableau V).

Les entreprises non financières du secteur privé ont obtenu au-delà de 5 milliards de dollars pendant le premier semestre de 1974, soit 1.4 milliard de dollars de plus que pendant les six premiers mois de 1973. Les bénéfices non distribués des sociétés ont été notablement supérieurs à ceux de l'année précédente mais une partie importante de cette hausse est imputable à des plus-values sur stocks. Toutefois, ces «bénéfices» exceptionnels doivent en général être affectés à la reconstitution des stocks aux prix courants, ce qui les rend indisponibles pour d'autres emplois. Si l'on élimine les effets de cette opération – qui figure dans les Comptes nationaux au titre de la réévaluation des stocks – les ressources d'autofinancement dégagées par les entreprises (y compris les dotations aux amortissements) se seraient accrues d'un peu plus de 20% du premier semestre de 1973 à la période correspondante de l'année en cours. Parmi les affectations connues des ressources, mentionnons les investissements productifs, qui se sont élevés de 25% entre ces deux périodes, soit beaucoup plus rapidement qu'au cours du premier semestre de 1973. Pendant la même période, la variation des stocks des entreprises, secteur agricole exclu, a enregistré une hausse importante. En conséquence, l'écart entre les dépenses d'investissement et les ressources d'autofinancement s'est notablement accru.

Table V
Tableau V

Financing by major non-financial borrowers
Financement obtenu par les principales catégories d'emprunteurs non financiers

Billions of dollars **En milliards de dollars**

	1970 1970	1971 1971	1972 1972	1973 1973	1973 1973 I I	1973 1973 II II	1974 1974 I I	
FUNDS RAISED								MONTANT
Private non-financial business	3.2	5.3	4.7	6.8	3.8	3.0	5.2	Entreprises non financières du secteur privé
Mortgage borrowers[1]	1.6	2.6	4.1	6.2	2.7	3.5	3.4	Emprunteurs hypothécaires[1]
Consumers	0.7	1.4	2.2	2.8	1.4	1.4	1.5	Consommateurs
Provinces and municipalities[2]	2.2	3.0	3.6	3.2	1.8	1.5	1.8	Provinces et municipalités[2]
Sub-total	7.7	12.2	14.6	19.0	9.7	9.3	11.8	Total partiel
Government of Canada[3]	2.0	3.0	1.6	–0.1	–0.1	0.1	–0.1	Gouvernement canadien[3]
Total	9.7	15.2	16.1	18.9	9.6	9.4	11.7	Total
SOURCES OF FUNDS								PROVENANCE
Bank of Canada[4]	0.2	0.6	0.6	0.6	0.4	0.2	0.4	Banque du Canada[4]
Chartered banks								Banques à charte
Loans and mortgages	1.0	4.0	4.9	7.1	3.7	3.4	4.5	Prêts et prêts hypothécaires
Acquisitions of securities	1.8	1.4	0.1	–	–0.1	0.2	0.6	Achats de titres
Other financial institutions								Autres institutions financières
Loans and mortgages	1.5	2.2	4.0	6.6	3.0	3.6	3.7	Prêts et prêts hypothécaires
Acquisitions of securities	1.5	2.9	2.7	2.7	1.6	1.1	1.3	Achats de titres
Other residents[5]	2.4	3.1	1.8	0.6	0.4	0.2	0.1	Autres résidents[5]
Non-residents	1.3	1.1	2.1	1.4	0.6	0.8	1.0	Non-résidents
Total	9.7	15.2	16.1	18.9	9.6	9.4	11.7	Total

[1]Excludes net mortgage lending by governments and their agencies, notably CMHC, which is reflected in the financing requirements of the respective governments.
[2]Includes government enterprises. Loans from the Government of Canada are excluded.
[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]Does not reflect temporary swap transactions between the Bank of Canada and the Exchange Fund Account.
[5]Includes provincial and municipal securities purchased with Canada and Quebec Pension Plan funds.

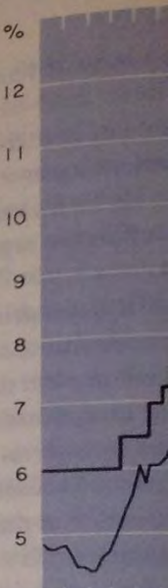
[1]Non compris l'augmentation des prêts hypothécaires consentis par les gouvernements et leurs organismes (notamment la S.C.H.L.), qui figure dans les besoins de financement des administrations intéressées.
[2]Y compris leurs entreprises. Sont exclus les prêts obtenus du gouvernement canadien.
[3]Variation nette de l'encours des fonds d'État en dollars canadiens non compris dans les portefeuilles-titres 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]Ne comprend pas des opérations swaps de courte durée conclue entre la Banque du Canada et le Fonds des changes.
[5]Y compris les titres des provinces et des municipalités achetés par le Régime de pensions du Canada et le Régime de rentes du Québec.

year as market conditions were unfavourable.

The pace of residential construction activity has slackened this year. Mortgage loan approvals on new housing units, which had been running at very high levels for about two years, began to decline in the latter part of last year. After a pause in the early months of this year, this trend resumed with the volume of approvals dropping to a low level.

Les banques à charte sont à la source d'un peu plus de la moitié des fonds obtenus sur le marché du crédit par les entreprises privées (agriculture exclue) au premier semestre de 1974 (voir le Tableau II de l'Annexe), ce qui représente environ la même proportion que pendant la période comparable de l'année précédente. Comme il a été dit précédemment, le recours au papier commercial a marqué un accroissement sensible.

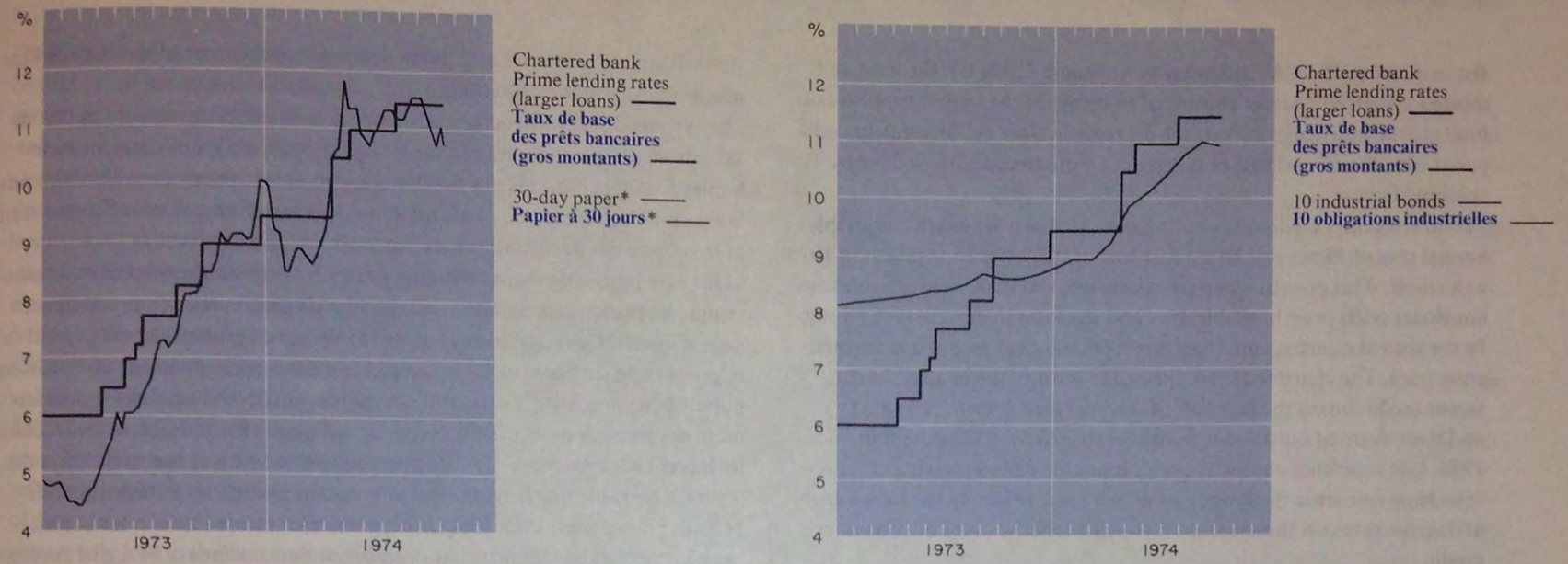
Chart IV
Graphique IV



*Finance company
*Des sociétés de financ

Mortgage len
lenders institut
There was a ge
that could be fi
mortgage loans
gage market, c
ties about pros
in the value of
year the value
nearly 10 per c
over 45 per cen
aged 23 per ce
equally by app
Net mortgage
throughout the
private financi

Chart IV Interest rates on selected sources of business funds
Graphique IV Taux d'intérêt relatifs à quelques instruments de financement des entreprises



*Finance company
*Des sociétés de financement

Mortgage lending rates began to rise sharply after March and the major lenders instituted more stringent non-rate lending terms in the spring. There was a general lowering of the proportion of the value of a house that could be financed through a conventional first mortgage and large mortgage loans were curtailed. This change in conditions in the mortgage market, combined with other important factors such as uncertainties about prospective construction costs and rents led to a sharp decline in the value of mortgage loan approvals. In the first four months of this year the value of approvals by major private lenders on new housing was nearly 10 per cent higher than in the corresponding period of 1973 and over 45 per cent higher on existing housing; in May and June they averaged 23 per cent below the year earlier level, with the decline shared equally by approvals on new and existing housing.

Net mortgage investment by major lenders continued to be buoyant throughout the first half of this year and the value of mortgages held by private financial institutions increased at the same 23 per cent rate as in

Les données qui figurent au Tableau II de l'Annexe concernant les emprunts bancaires et les recours au papier commercial comprennent les fonds obtenus grâce à ces opérations par les établissements affiliés à des banques étrangères; ces fonds donnent une idée approximative du crédit accordé aux entreprises par ces établissements, à l'égard desquels on ne disposait jusqu'ici d'aucune donnée (voir article suivant). Selon des estimations, leurs prêts aux entreprises auraient progressé d'environ 350 millions de dollars au premier semestre de 1974, soit un peu plus que pendant l'ensemble de l'année 1973.

Les sociétés non financières ont aussi fait dans une plus large mesure appel au marché canadien des obligations au cours des six premiers mois de 1974 que pendant la période comparable de 1973. Une des causes en est peut-être l'évolution du rapport existant entre le taux de rendement des obligations et le taux préférentiel pratiqué par les banques (voir Graphique IV); l'écart séparant les deux taux s'est amenuisé en 1973, à mesure que les banques relevaient leur taux de base et, depuis les derniers mois de 1973, ce dernier a en général dépassé le taux de rendement des obligations industrielles. Les émis-

the first half of 1973. As indicated in Appendix Table III, the trust and mortgage loan companies continued to be by far the largest suppliers of funds to the mortgage market; the decrease in their net investment compared with the second half of last year is more than accounted for by seasonal factors.

Total consumer credit outstanding increased at a seasonally adjusted annual rate of 19 per cent in the first half of 1974, the same rate as in 1973 as a whole. This growth was particularly marked in the first quarter when consumer outlays on both durables and semi-durables were very strong. In the second quarter, consumer credit outstanding rose at a more moderate pace. The chartered banks provided most of the increase in consumer credit during the first half of this year (see Appendix Table IV) and their share of outstanding balances rose to over 52 per cent in mid-1974. Life insurance company policy loans have been growing at an accelerating rate since the latter part of last year, reflecting the increasingly attractive rates on these loans relative to other sources of consumer credit.

The combined position of the provincial and municipal governments on a national accounts basis strengthened in the first half of 1974; however, there was a considerable increase in capital investment by government enterprises. In total, nearly the same amount of funds was raised by the provincial and municipal governments and their enterprises as during the first half of 1973. There was a considerable increase in net new issues of bonds denominated in U.S. dollars in response to a widening of long-term interest rate differentials, but this was partly offset by reduced borrowing in the domestic market (see Appendix Table V).

The federal Government's Canadian dollar net financing requirements in the first half of 1974 amounted to $1.1 billion compared with a position of near balance in the first half of 1973. This change reflected increased requirements for domestic transactions as well as a swing in the Canadian dollar counterpart of ordinary foreign exchange transactions. In addition, Canadian dollar Government securities outstanding outside Government accounts declined by $144 million during the first half of 1974; a greater than usual run-off in Canada Savings Bonds was largely offset by increased borrowing in securities markets (see Appendix Table V). As a result Government cash balances were reduced by $1.3 billion in the first half of 1974. A reduction in outstanding temporary swap transactions undertaken by the Bank of Canada with the Exchange Fund Account further reduced the Government's cash balances by close to $300 million.

sions d'actions n'ont pas atteint un niveau élevé au premier semestre de l'année, le marché étant défavorable.

Le rythme de la construction résidentielle a baissé cette année. Les autorisations de prêts hypothécaires sur les logements neufs, qui s'étaient maintenues à un très haut niveau pendant deux années, ont amorcé un déclin vers la fin de 1973. Après une pause au début de l'année en cours, la baisse a repris et le volume des autorisations a encore accusé une diminution.

Une vive hausse des taux hypothécaires s'est déclenchée en avril et, au printemps, les principaux prêteurs ont rendu plus sévères les autres conditions de leurs prêts. Ces restrictions ont pris la forme d'un abaissement général de la proportion du financement susceptible d'être représentée par une première hypothèque ordinaire ainsi que d'une réduction des gros prêts. Ce resserrement des conditions de crédit, conjugué à d'autres facteurs importants comme les incertitudes pesant sur l'évolution future des coûts de construction et des loyers, a entraîné une forte baisse du montant global des autorisations de prêts hypothécaires. Pour les quatre premiers mois de l'année, les autorisations consenties par les principaux établissements prêteurs à l'égard des logements neufs s'établissaient à un montant de près de 10% supérieur au chiffre comparable de l'année précédente, la progression dépassant 45% en ce qui concerne les logements existants; en mai et en juin, elle était en moyenne de 23% inférieure au niveau atteint un an plus tôt, la baisse frappant également les ouvertures de crédit relatives aux logements neufs et aux logements existants.

L'encours du crédit hypothécaire octroyé par les principaux prêteurs a continué de monter vivement au premier semestre de 1974, la valeur des créances détenues par les institutions financières du secteur privé progressant de 23%, tout comme au cours de la période correspondante de 1973. Comme le montre le Tableau III de l'Annexe, les sociétés de fiducie ou de prêt hypothécaire sont restées de loin les principaux bailleurs de fonds sur ce marché; si leur portefeuille hypothécaire est moins fourni qu'au deuxième semestre de l'année précédente, il faut y voir seulement l'influence des facteurs saisonniers.

Au cours du premier semestre de 1974, l'encours du crédit à la consommation s'est accru, abstraction faite des variations saisonnières, au taux de 19%, soit dans la même proportion que sur l'ensemble de 1973. Cette croissance a été particulièrement rapide au premier trimestre, caractérisé par une vive demande de biens durables et semi-durables, mais s'est atténuée au trimestre suivant. Ce sont les banques à charte qui ont en majeure partie financé ce crédit pendant le premier semestre (voir Tableau IV de l'Annexe). Au milieu de 1974, elles avaient porté à plus de 52% leur part de ce marché.

In May, the Minister of Finance announced that a cash bonus would be paid on all unmatured Canada Savings Bonds, increasing the effective annual yield to maturity to 9 per cent. When the terms of the 1974/75 series were announced on 9 September, the bonus payment to holders of unmatured issues was raised to produce an average annual yield of 10½ per cent effective from 1 September to maturity. The new issue will carry 9 equal annual interest coupons of 9¾ per cent to maturity in 1983.

As shown in Appendix Table VI, the major non-financial borrowers as a group substantially increased their reliance on securities markets as well as on loans from financial institutions in the first half of 1974. In addition to their substantial reliance on short-term markets, non-financial borrowers raised $1.5 billion through net new issues of Canadian dollar bonds, $½ billion more than in the corresponding period of last year. Funds raised from non-residents increased to $1 billion, mainly reflecting larger sales abroad of new issues of provincial bonds. Inflows of direct investment capital from abroad, which tend to be uneven, were abnormally low in the first half of 1974.

Net long-term capital inflows of all types rose from $185 million in the second half of 1973 to nearly $350 million in the first half of this year, with all of the net inflow occurring in the first quarter. The capital inflows mentioned above were partly offset by an appreciable increase in export credit financing, largely reflecting the much higher prices of wheat shipped under export credit arrangements. Outflows in the form of direct investment abroad by Canadians were lower than the unusually large amount in the second half of 1973.

Les prêts sur polices consentis par les compagnies d'assurance-vie accusent une hausse accélérée depuis les derniers mois de 1973, le coût de ces prêts se révélant de plus en plus avantageux par rapport à celui des autres formes de crédit à la consommation.

En termes de comptabilité nationale, la situation globale des administrations provinciales et municipales s'est raffermie au premier semestre de 1974. Toutefois, les investissements de leurs entreprises ont enregistré une hausse considérable. Dans l'ensemble, les administrations et leurs entreprises ont obtenu à peu près le même montant de concours qu'au premier semestre de 1973. Les émissions nettes d'obligations libellées en dollars américains ont vivement progressé en raison du creusement de l'écart entre les taux d'intérêt à long terme, mais ce phénomène a été compensé en partie par la réduction des emprunts effectués sur le marché national (voir Tableau V de l'Annexe).

Les besoins nets de financement en dollars canadiens du gouvernement fédéral se sont chiffrés à $1.1 milliard au premier semestre de 1974, alors qu'ils avaient été pratiquement nuls pour la période correspondante de 1973. Cette évolution est attribuable à un accroissement des besoins relatifs aux opérations intérieures ainsi qu'à un revirement des besoins en contrepartie des transactions ordinaires en monnaies étrangères. En outre, l'encours des fonds d'État en dollars canadiens (non compris les titres dans les portefeuilles du gouvernement) a fléchi de 144 millions au cours du premier semestre de 1974; la baisse plus accusée que les autres années de l'encours des Obligations d'épargne du Canada a été dans une large mesure compensée par un recours accru au marché des valeurs (voir Tableau V de l'Annexe), qui s'est traduit par une diminution de 1.3 milliard de dollars des dépôts du gouvernement canadien au premier semestre de 1974. Ces dépôts ont encore été réduits de près de 300 millions par suite d'une contraction des opérations de swap entre la Banque du Canada et le Fonds des changes.

En mai, le ministre des Finances avait annoncé qu'une prime en espèces serait versée pour toutes les Obligations d'épargne du Canada en circulation, portant ainsi à 9% leur taux de rendement à l'échéance. Lors de l'annonce des modalités de l'émission 1974–75, le 9 septembre dernier, cette prime fut majorée de façon à assurer, du 1er septembre à l'échéance, un taux de rendement annuel moyen de 10½%. Les obligations de la nouvelle série sont munies de 9 coupons d'égale valeur et produiront, un intérêt annuel de 9¾% jusqu'à leur échéance en 1983.

Comme nous pouvons le constater au Tableau VI de l'Annexe, l'ensemble des principaux secteurs non financiers de l'économie a notablement accru ses recours aux marchés des valeurs mobilières et aux institutions financières pendant le premier semestre de 1974. Non contents de se financer largement

sur le marché à court terme, les secteurs non financiers ont placé un montant net de 1.5 milliard d'obligations en dollars canadiens, soit ½ milliard de plus que pendant la période correspondante de 1973. Le financement obtenu des non-résidents a atteint 1 milliard, ce qui traduit principalement un accroissement des placements à l'étranger de nouvelles obligations provinciales. Les investissements directs étrangers, qui ont tendance à fluctuer, ont été anormalement faibles au premier semestre de 1974.

Le solde favorable des mouvements de capitaux à long terme de toutes catégories – qui a été enregistré en totalité au premier trimestre – est passé de 185 millions au dernier semestre de 1973 à près de 350 millions au semestre suivant. Cette entrée nette de capitaux a été en partie contrebalancée par une augmentation sensible du crédit à l'exportation, liée dans une large mesure au vif renchérissement du blé vendu à l'étranger. Les sorties de capitaux enregistrées sous forme d'investissements directs des Canadiens à l'étranger ont marqué une baisse par rapport au niveau exceptionnellement élevé observé au dernier semestre de 1973.

The Bank of Canada from 1948 to 1952: the pivotal years

George S. Watts

So far in this series of articles on the history of central banking in Canada, the intervals covered have represented fairly distinct phases, giving each article a natural cohesiveness. This is less true for the period to be covered in the remaining instalments. While there were important landmarks during these later years, they do not provide the central focus imparted by the epochal events of the earlier years. The interval chosen for this, the sixth article in this series, stretches roughly from late 1948 through 1952 but these limits should not be regarded as hard and fast boundaries.

In a sense, these years can be viewed as a pivotal point between the evolution of the Bank of Canada during the first decade and a half of its history and its role in the new postwar economy that was taking shape at this time. By the start of this period, the more immediate problems of postwar adjustment were receding into the background and the economy had moved back to a peacetime basis, with a rising level of activity. Over the next few years, and particularly after the outbreak of the Korean war in June 1950, a new and dynamic stage of development began, though this war also caused distortions. By the end of the period, the forces that would shape the growth of the economy in the years ahead had clearly emerged and while the problems and challenges that this would present to the Bank of Canada were not equally clear, they were beginning to be recognized.

It was during these years that the Bank of Canada first began to exercise the full range of its monetary policy function. Although the inflationary pressures generated by the Korean war were an important factor, there was also a growing realization that the economic environment had changed significantly. As the postwar expansion became more firmly based and 'cold war' tensions heightened, it became evident that, unlike

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

La Banque du Canada de 1948 à 1952: le tournant

George S. Watts

Les articles consacrés jusqu'ici à l'institut d'émission au Canada traitaient chaque fois d'une étape relativement caractéristique de son histoire et bénéficiaient de ce fait d'une unité naturelle. Dorénavant, il n'en sera plus ainsi. Si bien des jalons furent posés au cours des années qui suivirent, ils ne constituèrent plus les points de repère comparables aux événements historiques qui avaient marqué les années précédentes. La période que nous étudierons dans le présent article, sixième de la série, s'étend des derniers mois de 1948 à la fin de 1952, encore que ces dates ne représentent que des limites approximatives.

Dans un certain sens, ces années se trouvent à la charnière de deux époques, celle des quinze premières années d'existence de la Banque du Canada et celle où elle aurait un autre rôle à jouer dans le contexte économique nouveau de l'après-guerre. Au début de cette dernière période, les problèmes les plus pressants d'ajustements à l'après-guerre perdaient progressivement de leur acuité et l'économie, tournant de nouveau à un rythme de temps de paix, était en expansion. Au cours des années suivantes, en particulier après le déclenchement en juin 1950 de la guerre de Corée, qui pourtant provoqua également des perturbations, s'amorce une nouvelle et dynamique ère de développement économique. À la fin de la période, les forces qui allaient façonner la croissance économique des années à venir se manifestaient déjà clairement et, si les tracas et les difficultés qui en résulteraient pour la Banque du Canada étaient moins évidents, on commençait quand même à les discerner.

C'est à cette époque que la Banque du Canada commença à pleinement jouer son rôle en matière de politique monétaire. Certes, les pressions inflationnistes imputables à la guerre de Corée y contribuèrent beaucoup, mais également la sensation de plus en plus nette que le contexte économique s'était notablement modifié. À mesure que l'expansion d'après-guerre se consolidait et que s'accroissaient les tensions engendrées par la «guerre froide», il devint manifeste que, contrairement à ce qui s'était produit dans le passé,

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

the past, the powers of the Bank to contain inflation were likely to be severely tested. It prompted a re-examination by the Bank of the means currently at its disposal for effectively implementing its policies, in particular the need for promoting broader financial markets in which to conduct its operations. As a consequence, early in the period to be examined in the next article in this series, various steps were taken towards the development of a full-fledged money market in Canada. Considerable effort was also expended in improving the Bank's analytical tools, as was reflected in the expansion of the departments concerned.

Economic background

If the problems facing the Bank of Canada during the years from 1948 to 1952 are to be seen in perspective, it is important to have some understanding of the complex forces operating on the economy at this time. By the late 1940s it appeared reasonable to hope that Canada was entering a period of relative stability. The rise in prices had moderated significantly and it appeared that the worst of the postwar inflation was over. At the same time, a marked improvement in Canada's balance of payments had permitted a progressive relaxation of the measures taken in 1947 to counter the sharp drop in foreign exchange reserves.

The Annual Report of the Bank for 1949 drew attention to one of the more interesting aspects of developments that year in the sharp contrast between the trends evident in the U.S. and Canadian economies: "Broadly speaking, Canada did not show any serious effects from the rather sharp recession which took place in the United States during the first half of 1949. During this period the seasonally adjusted index of industrial production declined 12 per cent in the United States, while the Canadian index rose slightly." The Report noted that part of the explanation for this divergence was the fact that the U.S. recession originated in an inventory adjustment and remained largely confined to this sphere. In Canada a number of special factors helped to sustain activity: accumulated wartime demands, in part because of more effective controls, had been worked off more slowly in this country and consumer demand was stimulated in the first part of the year by the repayment of refundable wartime taxes and a reduction in income taxes. An added element was the stimulus imparted to the economy by recent resource discoveries.

As it turned out, the recession in the United States was both mild and brief – economic activity began to pick up in the latter part of 1949 and recovered strongly in the first half of 1950 – but with memories of the

les pouvoirs anti-inflationnistes de la Banque allaient probablement être soumis à une rude épreuve. La Banque en fut poussée à réexaminer les moyens dont elle disposait à l'époque pour assurer une mise en œuvre effective de ses politiques, à réétudier en particulier la nécessité de doter le pays d'un marché financier plus large dans lequel elle pourrait mener à bien ses opérations. En conséquence, au début de la période que nous étudierons dans le prochain article, un train de mesures fut mis en œuvre pour assurer le développement d'un marché monétaire complet au Canada. Des ressources considérables furent aussi affectées au perfectionnement des moyens d'analyse de la Banque, ce qui entraîna une expansion des départements en cause.

Le contexte économique

Si nous voulons situer dans leur contexte les problèmes affrontés par la Banque du Canada de 1948 à 1952, il importe d'avoir une certaine connaissance des forces complexes qui influaient sur l'économie à l'époque. À la fin des années quarante, il semblait raisonnable d'espérer que le Canada allait connaître une période de stabilité relative. Le rythme de hausse des prix s'était sensiblement ralenti et il semblait que le pire de la poussée inflationniste d'après-guerre était passé. Parallèlement, un rétablissement marqué de la balance des paiements du Canada avait permis une atténuation progressive des mesures prises en 1947 en réaction à la chute brutale des réserves d'or et de devises du pays.

Le Rapport annuel de la Banque pour l'année 1949 souligne qu'un des aspects les plus notables de l'évolution de l'année était la forte divergence des conjonctures économiques américaine et canadienne. «*En général, le Canada n'a pas beaucoup souffert de la régression assez prononcée qui s'est produite aux États-Unis au cours de la première partie de 1949. Pendant cette période, l'indice saisonnièrement ajusté de la production industrielle a baissé de 12% aux États-Unis tandis que l'indice canadien a monté légèrement.*» Selon le Rapport, cette divergence pouvait être expliquée en partie par le fait que la récession aux États-Unis provenait d'un processus d'ajustement des stocks et n'avait presque pas d'effets d'entraînement hors de ce domaine. Au Canada, un certain nombre de facteurs spécifiques contribuaient au maintien du niveau de production: suite à des contrôles plus efficaces, la demande accumulée pendant la guerre avait pu s'étaler sur une plus longue période que chez nos voisins, tandis que la demande des ménages venait d'être stimulée au début de l'année par la restitution des impôts de guerre remboursables et par une diminution de l'impôt sur le revenu. Un autre facteur de stimulation pour l'économie était la découverte récente de nouvelles richesses naturelles.

En fin de compte, la récession aux États-Unis fut seulement bénigne et

1930s still vivid, there was concern that it could be the fore-runner of a more serious slump. The pace of activity in Canada rose only slowly through the remainder of 1949 and unemployment increased, though from very low levels. In September the United Kingdom devalued the pound by 30.5 per cent in terms of the U.S. dollar and there was a major realignment of other overseas currencies. In the light of the implications of this for Canadian trade and the balance of payments, the decision was taken to devalue the Canadian dollar by approximately 9.1 per cent in terms of the U.S. dollar.

In the event, the strong recovery in the United States in early 1950 brought an accelerating rate of growth in Canada. Industrial production rose sharply with the resource industries in particular benefiting from the strengthening of U.S. demand and the higher level of exploration and development since the war.

Thus, when the Korean war broke out in June of 1950, the economies of both Canada and the United States were already operating at a high level. The developments that followed brought fresh inflationary pressures and posed immediate and urgent problems for the authorities. As will be discussed in more detail in the following sections, the first complication arose with the large influx of capital during the summer of 1950. This led to the decision to allow the Canadian dollar to float, effective 1 October, thus removing a major constraint on the efforts of the Bank of Canada to restrain the strong growth of credit engendered by the war.

Although Canada was not involved in the Korean war on the same scale as the United States, the war had a major impact on the Canadian economy. In part this resulted from the more ominous aspect that it gave to the deterioration of relations between the western world and the Communist bloc. Defence programmes were greatly stepped up and with strongly rising demand for metals and other raw materials, investment in Canadian resource industries surged ahead. Over the next few years, the resource boom was a dynamic force in the rapid growth of the economy. Investment in oil and gas development in the Prairie provinces rose rapidly throughout this period as the magnitude of the discoveries there was confirmed; in Quebec and Labrador iron ore resources were being developed; major projects were being undertaken to expand the supply of aluminum, nickel and other metals; and investment in the forest industries increased substantially. Heavy investment in hydro-electric power, in new railways and other infra-structure accompanied the wave of resource development.

courte, l'activité économique commençant à se rétablir dans les derniers mois de 1949 et enregistrant une reprise marquée pendant le premier semestre de l'année 1950. Toutefois, le souvenir des années trente restait vivace et l'on craignait que cette récession ne fût annonciatrice d'une dépression plus grave. Le rythme de l'activité économique au Canada ne crût que faiblement pendant la deuxième moitié de 1949, tandis que le taux de chômage, qui avait été minime il est vrai, accusait une hausse. En septembre, le Royaume-Uni dévalua la livre sterling de 30.5% par rapport au dollar américain et d'autres pays d'outre-mer procédèrent à un rajustement majeur des parités de leur monnaie. Vu les conséquences prévisibles de ces modifications sur le commerce extérieur et la balance des paiements du Canada, il fut décidé de dévaluer le dollar canadien d'environ 9.1% par rapport au dollar américain.

En fait, la forte reprise qui se manifesta aux États-Unis pendant les premiers mois de 1950 entraîna une accélération de la croissance économique au Canada. La production industrielle enregistra une vive progression, le secteur de la mise en valeur des richesses naturelles, en particulier, profitant du raffermissement de la demande aux États-Unis et du niveau accru depuis la guerre des activités de recherche et d'exploitation.

C'est pourquoi lorsque la guerre de Corée débuta en juin 1950, le Canada et les États-Unis accusaient déjà un niveau élevé d'activité économique. Les événements qui suivirent eurent pour effet de ranimer les tensions inflationnistes et de placer les autorités devant des problèmes pressants. Comme nous le verrons dans les sections suivantes, les premières difficultés surgirent à la suite d'un afflux massif de capitaux au cours de l'été 1950. Il fut alors décidé de mettre le dollar canadien en flottement à partir du 1er octobre, libérant ainsi la Banque d'une servitude qui entravait ses efforts pour juguler la forte expansion du crédit occasionnée par la guerre.

Bien que le Canada fût moins engagé que les États-Unis dans la guerre de Corée, cette dernière eut quand même des répercussions importantes sur l'économie canadienne. Celles-ci résultèrent en partie de l'aspect plus menaçant que l'ouverture des hostilités avait donné à la détérioration des relations entre le monde occidental et le bloc communiste. Les programmes de défense furent considérablement renforcés et, la demande de métaux et de matières premières croissant vivement, il y eut un boom des investissements dans les industries d'exploitation des richesses naturelles au Canada. Pendant quelques années, l'essor de ce secteur contribua puissamment à la croissance rapide de notre économie. Toute cette période fut également caractérisée par une vive progression des investissements dans le secteur du pétrole et du gaz naturel dans les provinces des Prairies, coïncidant avec la confirmation de l'ampleur des gisements découverts. Au Québec et au Labrador, on dévelop-

Only part of the expansion of resource industries at this time was directly related to increased U.S. defence and stockpiling requirements but defence considerations, in fact, had a much broader influence. With the political uncertainties of the 'cold war', there was a concentration of U.S. demand on Canada as a preferred source of supply compared with other more distant and less stable sources. Moreover there was a growing realization that the United States was becoming increasingly dependent on imports for many important raw materials and that raw material requirements in Europe would be rising as output there expanded. All of these factors led to an extremely optimistic view of resource development in Canada, a view that was reinforced by the work of the Paley Commission in the United States and the forecasts of much higher future U.S. requirements contained in its Report published in 1952.

In addition to the stimulus from the heavy programme of resource development, the higher level of defence expenditures and the large-scale investment in defence installations, notably the building of early warning radar lines, added to the pressures on the economy. Finally there was another important, though less tangible, element in the strength of the economy at this time. Canada's population was expanding rapidly, reflecting both the postwar baby boom and a rise in immigration, and the economy was becoming increasingly diversified. In themselves these factors provided added strength and buoyancy.

While the force of all these highly stimulating developments brought a period of rapid growth to the Canadian economy, they also brought in their wake serious inflationary problems. Initially much of the pressure came from the widespread expectations, both in Canada and in the United States, that the much enlarged defence expenditures would lead to shortages and higher prices. This set off a wave of anticipatory buying as business and governments sought to accumulate inventories, and consumers to increase their purchases, particularly of durable goods. Prices of certain internationally-traded commodities rose sharply and there was a substantial increase in wholesale and consumer prices generally. However, in both Canada and the United States, output responded strongly and there were delays in implementing defence programmes so that the availability of goods turned out to be greater than expected. Consequently, the initial stage of post-Korean developments came to an end in the first part of 1951. Buying slackened and the economic situation was no longer dominated by expectations of shortages, even though there continued to be pressures on the economy from rising defence and capital investment requirements. A reversal of commodity

pait l'extraction du minerai de fer. Des moyens considérables furent consacrés à l'expansion de la production d'aluminium, de nickel et de certains autres métaux. Les investissements dans les industries de la forêt marquèrent également une hausse sensible. Cette vague de mises en exploitation des richesses naturelles s'accompagna d'un essor du secteur de l'énergie hydro-électrique, d'une extension du réseau de voies ferrées, ainsi que d'un renforcement de l'infrastructure industrielle.

À cette époque, l'essor des industries d'exploitation des richesses naturelles n'était que partiellement lié à l'augmentation des besoins des États-Unis pour la défense du pays et pour la constitution de réserves stratégiques. En fait, les considérations de défense eurent une influence encore beaucoup plus déterminante. La «guerre froide» et ses incertitudes politiques amenèrent les États-Unis à considérer le Canada comme une source d'approvisionnement préférable à d'autres plus éloignées et moins assurées. En outre, on ne tarda pas à se rendre compte, d'une part, que les États-Unis devenaient de plus en plus tributaires de l'étranger pour leur approvisionnement en nombre de matières premières importantes et, d'autre part, que les besoins en matières premières de l'Europe iraient en augmentant à mesure que la production dans cette partie du monde prendrait de l'ampleur. Tous ces éléments firent considérer la mise en valeur des richesses naturelles au Canada comme une opération remplie de promesses. Cette opinion fut confirmée par les travaux de la Commission Paley aux États-Unis et par les prévisions, contenues dans son rapport publié en 1952, d'une forte progression des besoins américains.

Le vaste programme de mise en valeur des ressources naturelles n'était pas seul à stimuler l'économie nationale. La progression des dépenses affectées à la protection du pays ainsi que le fort volume des investissements en installations militaires, en particulier la construction de réseaux radars de pré-alerte, constituèrent des sources de pression supplémentaires. Autres facteurs importants, quoique moins aisés à discerner, qui contribuaient au dynamisme de la conjoncture économique de cette époque: l'accroissement rapide de la population canadienne, attribuable à la fois au boom des naissances qui suivit la fin de la guerre et à l'augmentation de l'immigration, et la diversification croissante de l'économie.

Si l'action conjuguée de tous ces stimulants a été à l'origine d'une période de croissance rapide de l'économie canadienne, elle traînait également dans son sillage de graves problèmes d'inflation. Au départ, la pression provenait du fait qu'on escomptait généralement, au Canada comme aux États-Unis, que la très forte augmentation des budgets de défense allait conduire à des pénuries et à des hausses de prix. Il en résulta une vague d'achats de précaution, non seulement de la part des entreprises et des pouvoirs publics qui

prices began after mid-1951 and by early 1952 the intensity of inflationary pressures was easing. Although the Canadian economy, like that of the United States, continued to expand strongly through 1952, there was a pronounced moderation of the upward trend in prices.

It is of interest to note that while the expansion that began in 1950 continued almost without interruption through the mid-1950s, it was not until near the end of this period that problems of inflation began to emerge again and then on a much less serious scale than right after the Korean war. Notwithstanding the strongly stimulative forces, there were various constraining influences at work which resulted in the expansion, strong as it was, being more restrained than might have been expected. In part because of the experiences of the 1930s and the war years there was not the same sort of optimism that there had been during previous booms. Moreover the continuing 'cold war' added to the feeling of uncertainty. There were as well a number of specific factors that worked towards a dampening of the boom, in particular the concurrent discovery of large pools of low cost oil in the Middle East and, somewhat later, a change in strategic considerations that resulted in Canada no longer being perceived as having a special advantage as a source of supply.

External developments and the balance of payments

In the immediate postwar period, the adjustment of Canada's trade to the changed external environment brought about by the war was delayed by the urgency of relief and reconstruction needs and the greater than expected difficulties of restoring production in Europe. With the postwar loans extended by Canada being drawn down more rapidly than had been foreseen and imports from the United States increasing, foreign exchange reserves declined sharply.* In late 1947 quotas and restrictions were placed on imports, mainly from the United States, and agreement was reached with the United Kingdom that the remainder of the loan to that country would be drawn down more slowly. As a result of this and the continuing restrictions on dollar imports by overseas countries, the proportion of exports going to the United States increased substantially, marking the beginning of a major shift in the direction of Canada's export trade from the traditional pre-war pattern. Imports from the United States were temporarily dampened in 1948

*See "The Bank of Canada during the period of postwar adjustment", Bank of Canada Review, November 1973.

visaient à constituer des stocks, mais aussi de la part des ménages qui cherchaient à activer leurs achats, particulièrement de biens de consommation durables. Les prix de certains produits de base traités sur les marchés internationaux augmentèrent considérablement et, généralement parlant, les prix de gros et les prix à la consommation accusèrent une hausse sensible. Toutefois, chez nos voisins du Sud comme chez nous, suite à une forte augmentation de la production et à des retards dans la mise en œuvre des programmes de défense, l'offre se situa à un niveau plus élevé que prévu. En conséquence, le premier stade de l'évolution conjoncturelle déterminée par le déclenchement de la guerre de Corée prit fin au cours du premier semestre de 1951. Le rythme des achats diminua et la conjoncture économique cessa d'évoluer sous la menace de pénuries, même si les pressions sur l'économie ne cessèrent pas pour autant, par suite de l'augmentation des besoins en biens d'équipement ou de défense. Les prix des produits de base s'infléchirent à l'été de 1951 et les pressions inflationnistes s'atténuèrent au début de 1952. L'économie canadienne, comme d'ailleurs celle des États-Unis, continua de progresser durant toute l'année 1952, mais la tendance à la hausse des prix se modéra considérablement.

Il est intéressant de noter que si l'expansion se poursuivit presque sans interruption depuis 1950 jusque vers le milieu de la décennie, la tendance inflationniste ne reprit de la vigueur, avec une intensité d'ailleurs bien moins grande qu'immédiatement après la guerre de Corée, qu'un peu avant la fin de cette période. Si les forces qui aiguillonnaient l'économie étaient puissantes, celle-ci eut néanmoins à compter avec diverses influences restrictives qui eurent pour effet de modérer une croissance dynamique certes, mais moindre qu'on n'aurait pu l'espérer. En partie à cause des expériences vécues pendant les années trente et la guerre mondiale, cette croissance n'engendra pas d'optimisme comparable à celui qui avait caractérisé les précédentes périodes d'essor économique. De plus, la «guerre froide» contribuait au maintien d'un climat d'incertitude. D'autres facteurs particuliers jouaient aussi dans le sens d'une modération de l'expansion, notamment la découverte vers la même époque au Moyen-Orient de vastes gisements de pétrole de prix peu élevé et, un peu plus tard, une modification des considérations logistiques qui fit perdre au Canada sa position de source privilégiée d'approvisionnement.

L'évolution à l'étranger et la balance des paiements

Au cours de la période qui suivit immédiatement l'arrêt des hostilités, l'adaptation du commerce extérieur canadien à la nouvelle conjoncture internationale née de la guerre se trouva retardée par l'urgence des besoins de secours et de reconstruction et par le caractère plus épineux qu'on ne l'avait

but with the restrictions largely removed before the end of the year and with the competitive position of overseas countries relatively weak, there also began to be a significant, though less pronounced, shift to the United States as a source of supply compared with the pre-war pattern. As a result of these developments, there was some lessening of the bilateral imbalance that had characterized earlier years.

While this shift in trade was one of the more significant features of the changes occurring at the time, the period under review also represents a pivotal point for the balance of payments generally. It was during these years that the current account moved into deficit, ending an era of almost a generation during which there had been consistent surpluses and commencing one of almost equal length during which there were persistent, and for much of the time, increasing deficits, together with substantial capital inflows.

Although the adjustment of Canadian trade in the late 1940s to the new situation was smoother than might have been anticipated, the loss of overseas markets created difficulties for a number of industries. Moreover, the current account position in 1949 was less favourable than in 1948 when a strengthening of both the current and capital account had been reflected in an increase of $496 million in foreign exchange reserves and a progressive easing of foreign exchange controls and restrictions on imports. Although there was a further modest recovery in exchange reserves in 1949, the current account deficit with the United States widened, reflecting a slowing in the growth of exports and a rise in imports and in net tourist payments following the easing of controls. At the same time, there was little change in the trade position with overseas countries but this was largely the result of the continuing 'dollar problem' and restrictions on dollar imports. Although output in Western Europe was recovering, it was becoming increasingly evident that the existing structure of exchange rates was hampering an expansion of exports to the dollar area, and pressure on the pound sterling mounted. On 19 September the United Kingdom devalued the pound by 30.5 per cent in terms of the U.S. dollar; other countries in the sterling area (except Pakistan) and certain smaller European countries also devalued by the same amount and most other European countries by lesser amounts. At the same time, restrictions on dollar imports were tightened.

It was against this background that the Canadian Government decided to reduce the value of the Canadian dollar in terms of the U.S. dollar by approximately 9.1 per cent, effective 20 September 1949. In announcing

envisagé du redémarrage de la production en Europe. L'utilisation plus rapide que prévue des prêts consentis après la guerre par le Canada et l'accroissement des importations en provenance des États-Unis eurent pour résultat une contraction rapide de nos réserves de change*. Vers la fin de 1947, le gouvernement décida de contingenter et de restreindre les importations, principalement celles en provenance des États-Unis, et conclut un accord avec le Royaume-Uni afin de faire ralentir le rythme des tirages sur la tranche non utilisée du prêt octroyé à ce pays. Ces mesures, ainsi que les restrictions maintenues par les pays d'outre-mer sur les importations payables en dollars, provoquèrent une nette augmentation de la proportion de nos ventes aux États-Unis, donnant au commerce d'exportation canadien une orientation très différente de son profil traditionnel d'avant-guerre. Les importations en provenance des États-Unis s'infléchirent en 1948, mais un relâchement considérable des mesures de restriction intervenu vers la fin de l'année et l'affaiblissement relatif de la position concurrentielle des pays d'outre-mer se traduisirent également, relativement à l'avant-guerre, par un virage significatif, encore que moins considérable, vers le marché américain comme source d'approvisionnement. Il en résulta une certaine atténuation du déséquilibre qui, au cours des années antérieures, avait été caractéristique des échanges entre les deux pays.

Si cette modification au niveau des échanges constitue une des plus importantes survenues à l'époque, la période en question marque également un tournant pour la balance des paiements en général. C'est à cette époque que le solde des paiements courants a commencé d'être déficitaire, mettant un terme à près d'une génération caractérisée par un excédent constant et inaugurant une ère, de durée sensiblement égale, qui serait marquée par des déficits persistants, et la plupart du temps croissants, allant de pair avec des entrées massives de capitaux.

L'adaptation conjoncturelle du commerce extérieur canadien à la fin des années quarante s'est effectuée de façon plus harmonieuse qu'on n'aurait pu le craindre, encore que la perte de marchés d'outre-mer causât des difficultés à un certain nombre d'industries. En outre, le solde des paiements courants était moins favorable en 1949 qu'en 1948, année où un renforcement de la balance courante et de la balance des capitaux avait donné lieu à un accroissement des réserves de change de l'ordre de 496 millions de dollars et à un relâchement progressif du contrôle des changes et des restrictions à l'impor-

*Voir *La Banque du Canada pendant la période d'adaptation à l'après-guerre*, Revue de la Banque du Canada, numéro de novembre 1973.

this decision, the Minister of Finance directed attention to the fact that Canada's foreign exchange reserves, though substantially higher than at the end of 1947, were not yet at a satisfactory level, and stressed the need, in these circumstances, of pursuing policies that would help to prevent a deficit in our trading position. The Annual Report of the Foreign Exchange Control Board for 1949 pointed out that "since the likelihood of our being able to continue to sell a reasonably large volume of goods to sterling area and Western European countries depends to a great extent on their ability to export more to this hemisphere, we must welcome a step which should enable them to increase [their] exports. Moreover, the improved competitive position of sterling area and Western European producers as compared with United States producers will provide a price incentive for Canadian importers to shift from United States to overseas sources for their imports." The Report went on to suggest that the emergence of a new structure of exchange rates favourable to a better balance between Canada and its major trading partners should assist in easing Canada's trade and payments problems.

This decision had been taken for good reasons at the time but within less than a year circumstances were altered drastically by the outbreak of the Korean war. Although the current account moved into substantial deficit in 1950 for the first time since 1933, the deficit with the United States narrowed substantially, reflecting a strong rise in exports. At the same time, there was a substantial increase in the inflow of direct investment into Canada. But by far the most spectacular development was the large inflow of speculative capital in the third quarter of the year.

Through the early part of 1950, the growing momentum of resource development in Canada and the favourable longer-run implications of this for Canada's balance of payments led to an increasing interest on the part of U.S. investors in Canada, in part based on the view that the exchange rate was too low to be maintained indefinitely. The outbreak of the Korean war precipitated a massive influx of largely speculative capital from the United States into Canada, in part reflecting the prospect of higher profits from the sharp rise in demand for raw materials and higher prices and in part reflecting the view that there would be an early appreciation of the Canadian dollar. Exchange reserves, which had increased moderately through the first half of the year to around $1.2 billion, rose to about $1.8 billion in the early autumn. The magnitude of this increase was pointed up by Governor Towers in a speech in Toronto in November when he remarked "... I doubt whether any other country

tation. Bien que le Canada enregistrât encore en 1949 un accroissement modeste de ses réserves de change, le ralentissement de la croissance des exportations d'une part, la progression des importations et celle des sorties nettes de fonds au titre du tourisme qui suivit l'atténuation des contrôles d'autre part, se traduisirent par une accentuation du déficit des paiements courants avec les États-Unis. Par ailleurs, le solde de la balance commerciale avec les pays d'outre-mer ne se modifia guère, dans une large mesure à cause du continuel «*problème du dollar*» et des restrictions sur les importations payables en dollars. Malgré le redressement de la production en Europe occidentale, la structure des taux de change paralysait manifestement de plus en plus l'expansion des exportations vers la zone dollar, et les pressions sur la livre sterling se renforçaient. Le 19 septembre, le Royaume-Uni la dévaluait de 30.5% par rapport au dollar É.-U.; les autres pays de la zone sterling (à l'exception du Pakistan) et un certain nombre de petits pays européens dévaluèrent leur monnaie dans la même proportion, alors que la plupart des autres pays d'Europe le firent dans des proportions moindres. Simultanément, il y eut un renforcement des mesures limitant les importations payables en dollars.

C'est dans ce contexte que le gouvernement canadien décida de dévaluer le 20 septembre 1949 le dollar canadien de quelque 9.1% par rapport au dollar É.-U. Lorsqu'il annonça la mesure, le ministre des Finances précisa que le niveau des réserves de change du Canada, pourtant de loin plus élevé qu'à la fin de 1947, n'était pas encore satisfaisant et qu'il convenait dans ces circonstances de mener des politiques qui contribueraient à empêcher un déficit de la balance commerciale. Dans le Rapport annuel de la Commission de contrôle du change étranger pour 1949, il est dit: «*Attendu que la possibilité de continuer à vendre un assez gros volume de nos marchandises aux pays de la zone sterling et de l'Europe occidentale dépend principalement de leur capacité d'exporter davantage vers notre hémisphère, nous devons nous réjouir d'une mesure qui leur permettra d'augmenter ces exportations. En outre, la situation plus favorable dans laquelle les producteurs de la zone sterling et de l'Europe occidentale se trouveront vis-à-vis des producteurs américains sous le rapport de la concurrence offrira aux importateurs canadiens l'occasion d'acheter outre-mer à meilleur prix qu'aux États-Unis.*» Les auteurs du rapport faisaient remarquer plus loin qu'une nouvelle structure des taux de change favorable à un meilleur équilibre entre le Canada et ses principaux partenaires commerciaux devrait contribuer à atténuer les problèmes commerciaux et à améliorer la situation des paiements du pays.

Si cette mesure était justifiée à l'époque où elle fut prise, la guerre de Corée

has ever experienced a capital inflow of proportionate size in such a short space of time. A comparable situation for the United States would be one in which the Government was called upon to buy more than 10 billion dollars worth of gold in four months."

The financing of this large increase in exchange reserves posed formidable problems for the authorities, necessitating offsetting action if the inflationary pressures already evident in the economy were not to be aggravated. Initially it was possible to finance the increase in exchange reserves by drawing on Government cash balances but in August and September as the inflow continued and increased in volume special financing arrangements were required. These included the sale of $200 million of Deposit Certificates to the chartered banks at the end of August and net purchases by the Bank of Canada of foreign exchange assets in August, September and early October amounting to $393 million. The Bank acted to partly offset the effect of this on the cash reserves of the chartered banks through the net sale of securities to the extent of $337 million in this period. There were, however, limits to the offsetting action that the Bank could take. With the inflow showing no sign of moderating, the decision was taken to withdraw fixed exchange rates for the Canadian dollar, effective 1 October. The inflow of speculative capital abated, though there was some further increase in exchange reserves in early October.

As noted in the Annual Report of the Foreign Exchange Control Board for 1950 "in considering action appropriate to check the inflow the Government reviewed the possibility of moving the par value of the Canadian dollar to a new and higher fixed level but concluded that under the conditions then existing it was impossible to determine in advance with any reasonable assurance what new level would be appropriate." No serious thought was given to applying the foreign exchange controls in reverse in order to limit the inflow. The existing structure of controls, which had been built up for the purpose of controlling outflows, was maintained with modifications to take account of the move to a floating exchange rate and the resumption of trading. The freeing of the exchange rate was a major and sudden change for the commercial and financial community, coming as it did after eleven years of fixed foreign exchange rates on the U.S. dollar and the pound sterling without any margin of fluctuation. In order to assist in the re-establishment of a foreign exchange market in Canada, the Foreign Exchange Control Board, as a temporary

vint, moins d'un an après, modifier de fond en comble les données du problème. Les paiements courants accusèrent en 1950 un déficit sensible, ce qui ne s'était plus produit depuis 1933, mais le déficit envers les États-Unis diminua dans des proportions considérables, à la faveur d'une vive hausse de nos exportations à destination de ce pays. Parallèlement, les investissements directs au Canada marquaient un net progrès. Toutefois, l'événement de loin le plus remarquable fut l'afflux de capitaux spéculatifs survenu au troisième trimestre de l'année.

Au cours des premiers mois de l'année 1950, l'impulsion croissante donnée à la mise en valeur des richesses naturelles dans notre pays et les effets bénéfiques à long terme sur la balance canadienne des paiements qu'on en escomptait suscitèrent chez les investisseurs américains un intérêt croissant pour le Canada, intérêt fondé en partie sur l'idée que le cours du change était trop bas pour être maintenu indéfiniment. Le déclenchement des hostilités en Corée provoqua subitement un mouvement massif de capitaux principalement spéculatifs des États-Unis vers le Canada, capitaux attirés en partie par la perspective d'un accroissement des bénéfices attribuable à la vive progression de la demande de matières premières et à la hausse des prix, et en partie par l'expectative d'une hausse prochaine du dollar canadien. Les réserves de change, qui avaient modérément augmenté au premier semestre de l'année pour s'établir à quelque 1.2 milliard de dollars, totalisaient environ 1.8 milliard au début de l'automne. Dans un discours prononcé à Toronto en novembre, le Gouverneur Towers soulignait en ces mots l'ampleur de cet accroissement: «*Je ne crois pas qu'un autre pays ait jamais enregistré un afflux de capital de la même proportion dans un si court laps de temps. Le gouvernement des États-Unis se trouverait dans une situation comparable s'il lui fallait acheter pour plus de 10 milliards de dollars d'or en quatre mois.*»

Le financement de cet accroissement important des réserves de change causa d'énormes difficultés aux autorités, car il nécessitait l'application de mesures compensatoires si l'on voulait empêcher l'aggravation des pressions inflationnistes déjà perceptibles au sein de l'économie. Au début, il fut possible d'effectuer des tirages sur les dépôts du gouvernement, mais en août et en septembre, devant l'afflux toujours croissant de capitaux étrangers, il fallut recourir à des mesures spéciales de financement, notamment à la vente aux banques à charte à la fin d'août de certificats de dépôt pour un montant de 200 millions de dollars et à l'achat net par la Banque du Canada en août, en septembre et au début d'octobre d'avoirs en monnaies étrangères pour un total de 393 millions. La Banque s'efforça de compenser en partie les effets

measure, undertook to provide the services of two former brokers. Later, the brokers became salaried employees of the Canadian Bankers' Association, as they are today, rather than independent brokers as had been the practice before the war.

With the withdrawal of a fixed exchange rate, the Canadian dollar appreciated by about 4 per cent in terms of the U.S. dollar and remained relatively stable for the next twelve months. In the closing months of 1951, however, an improvement in the current account position along with capital inflows resulted in a further strengthening of the exchange rate. It continued to advance in 1952, moving to a premium over the U.S. dollar of between 3 and 4 per cent in the final months of the year. In large part the upward movement in 1952 was due to the large favourable swing in the current account balance from a deficit of over $500 million to a surplus of over $150 million. This surplus, the last for many years, resulted from the conjuncture of a sharp drop in prices of imported commodities together with well sustained export prices and an increased volume of grain and other exports. There was a continuing substantial capital inflow from direct investment and Canadian borrowing in the U.S. market, but the appreciation of the dollar in 1952 led to a significant offsetting outflow of capital in other forms and the net addition to exchange reserves was small.

Although foreign exchange controls had been maintained after the move to a floating rate, the regulations were gradually relaxed and the staff of the Board was reduced during 1951. It was also plain that with exchange reserves at a high level, one of the impediments that at times can make it difficult to dispense with controls after a long interval – the accumulation of blocked funds – was no longer a matter of serious concern. On 14 December 1951 it was announced that foreign exchange control had been terminated completely. It had become so much a way of life that there was a surprising volume of correspondence from individuals and companies for several years afterwards. Its termination also affected the Bank. Although a separate body, the Foreign Exchange Control Board had always been closely associated with the Bank which had provided senior staff and had been required to act as technical adviser and banker to the Board as well as to look after administrative matters. Towards the latter years of the Board its staff had been largely integrated into the Bank; its closing meant adjustments and transfers of staff as well as an over-all reduction of staff.

de ces transactions sur les réserves-encaisse des banques à charte en se portant, au cours de la même période, vendeuse nette de titres pour un total de 337 millions de dollars. Toutefois, les possibilités d'action de la Banque n'étaient pas sans limites. L'entrée de capitaux ne donnant aucun signe de ralentissement, il fut décidé d'abandonner la parité fixe du dollar canadien à partir du 1er octobre. L'afflux de capitaux spéculatifs se ralentit, mais les réserves de change s'accrurent encore quelque peu au début d'octobre.

Dans son Rapport annuel de 1950, la Commission de contrôle du change étranger mentionnait que: «*En étudiant les mesures propres à arrêter ces arrivages, le Gouvernement considéra la possibilité de fixer la valeur au pair du dollar canadien à un niveau plus élevé, mais conclut que dans les circonstances il était impossible de calculer d'avance avec raisonnable assurance le niveau convenable.*» Il ne fut jamais sérieusement question d'appliquer le contrôle des changes dans le sens inverse, c'est-à-dire de restreindre les entrées de capitaux. Le régime existant, destiné à donner un droit de regard sur les sorties de capitaux, fut maintenu mais avec quelques modifications destinées à tenir compte de la mise en flottement de la monnaie et de la reprise du commerce des devises. Cette libération du taux de change plaçait brusquement les milieux de la finance et des affaires devant une situation nouvelle, après onze années de parité absolument fixe par rapport au dollar américain et à la livre sterling. Afin d'apporter sa part au rétablissement d'un marché des changes au Canada, la Commission de contrôle du change étranger entreprit, à titre de mesure temporaire, de fournir les services de deux anciens courtiers alors à son emploi. Par la suite, les courtiers, autonomes avant la guerre, cessèrent de l'être et devinrent des employés salariés de l'Association des banquiers canadiens, ce qu'ils sont toujours.

Après son décrochage, le dollar canadien enregistra une hausse d'environ 4% par rapport au dollar américain; ce taux de change demeura relativement stable pendant les douze mois qui suivirent. Au cours des derniers mois de 1951, le dollar canadien se raffermit encore par suite d'une amélioration de la balance des paiements courants et d'un afflux de capitaux étrangers. Cette tendance se poursuivit en 1952, de sorte qu'au cours des derniers mois de l'année, le dollar canadien valait de 3 à 4% de plus que le dollar américain. La hausse survenue en 1952 était en grande partie imputable au renversement de la balance courante qui était passée d'un déficit d'au-delà de 500 millions de dollars à un excédent de plus de 150 millions. Cet excédent, le dernier à être enregistré pour de nombreuses années, résulte de l'action combinée d'une chute du prix des biens importés, du maintien des prix à l'exportation et de

Monetary policy

From the point of view of monetary policy, the year or so prior to the outbreak of the Korean war was not a particularly significant period. By 1949, the postwar inflationary pressures had abated and though prices began to rise again in late 1949 and early 1950 with the upturn in activity in the United States, the increase was quite moderate. In February 1949, the Bank of Canada withdrew the suggestion made a year earlier to the chartered banks that conditions prevailing at that time made it undesirable for capital expenditures to be financed through an expansion of bank credit. The increase in chartered bank loans and non-Government investments in 1949 was much more moderate than in previous postwar years. There was little change in bond prices until the latter part of the year when a slight strengthening occurred. The chartered banks increased their holdings of Government securities in the early part of 1949 but in the latter part of 1949 and early 1950, with the firming of the bond market, the Bank of Canada managed the cash reserves of the banks so that they would have to be net sellers of bonds in order to expand loans. The cash reserve ratio declined to below 10 per cent at the end of 1949 for the first time in many years.

The developments associated with the Korean war presented the Bank of Canada with new and difficult problems. Although considerable reliance was placed on fiscal and other direct measures, the Bank for the first time in its history followed a policy of monetary restraint, albeit somewhat cautiously and in conjunction with moral suasion. This more flexible approach differed markedly from the early postwar years when priority was given to maintaining a low and stable level of interest rates. As Mr. Towers noted later in reviewing postwar monetary policy at the time of the 1954 Bank Act revision "we had a distinctly better chance than in the earlier postwar years of exerting a restraining influence without having to go to extremes in policy. While the banks were still in a very liquid position, their holdings of Government of Canada securities represented some 36 per cent of their Canadian assets as compared with 53 per cent in March 1946." The total public debt was also appreciably less relative to national income, reflecting both a retirement of debt during the early postwar years and the growth of the economy and rise in prices.

The net increase in the Bank of Canada's foreign assets from August to early October 1950 had been largely offset by a reduction in its holdings of Government securities. Nevertheless there had been a considerable expansion of chartered bank cash reserves; for 1950 as a whole,

l'augmentation du volume des exportations de céréales et d'autres marchandises. Des capitaux considérables provenant de placements directs de non-résidents et d'emprunts sur le marché américain continuèrent d'affluer, mais la hausse du dollar canadien, en 1952, se traduisit par des sorties d'autres genres de capitaux; l'équilibre était ainsi dans une large mesure rétabli et les réserves de change n'accusèrent qu'une faible progression.

Bien que le contrôle des changes eût été maintenu après la mise en flottement du dollar canadien, la réglementation fut progressivement assouplie et, en 1951, on procéda à une diminution du personnel de la Commission. Les réserves de change ayant atteint un niveau élevé, il devint désormais évident qu'on n'avait plus à se préoccuper de l'accumulation de fonds bloqués, laquelle constitue parfois une source de difficultés lorsqu'il s'agit d'abroger des contrôles établis depuis longtemps. L'annonce de l'abolition totale du contrôle des changes eut lieu le 14 décembre 1951. Cette institution faisait tellement partie des mœurs que des particuliers et des sociétés continuèrent à lui adresser un courrier assez volumineux pendant plusieurs années encore. L'abolition de la Commission de contrôle du change étranger influa également sur la Banque du Canada, car bien que formant un organisme indépendant, elle entretenait avec la banque centrale d'étroites relations. En effet, cette dernière lui avait fourni son personnel de direction, avait été chargée de faire fonction de conseiller technique et de banquier de la Commission, et s'occupait des questions administratives. Lorsque la Commission approcha de ses dernières années d'existence, son personnel fut en grande partie intégré à celui de la Banque. Sa suppression nécessita des ajustements et des mutations de personnel et entraîna une réduction des effectifs.

La politique monétaire

En matière de politique monétaire, les quelque douze mois qui ont précédé l'ouverture des hostilités en Corée ne présentent aucun intérêt particulier. En 1949, les pressions inflationnistes de l'après-guerre avaient diminué, mais suite à la reprise de l'activité économique aux États-Unis, les prix s'inscrivirent de nouveau en hausse fin 1949 et début 1950, enregistrant une progression assez modérée. En février 1949, la Banque du Canada informa les banques à charte que celles-ci pouvaient considérer comme périmée l'opinion, émise par elle un an auparavant, qu'il n'était guère souhaitable, vu les circonstances, de financer les dépenses en biens d'équipement par une expansion du crédit bancaire. La croissance des prêts bancaires et des placements autres qu'en fonds publics fut nettement plus modérée en 1949 que les années précédentes. Le cours des obligations demeura sensiblement le même jusque vers le dernier trimestre de l'année où il se raffermit quelque peu. Pendant

the increase in cash reserves amounted to $56 million compared with $15 million in 1949. In the closing months of the year, bank loans and non-Government investments began to rise sharply, and the Bank of Canada moved to a policy of restraint. In order to mark the change of approach, the Bank Rate was raised on 17 October to 2 per cent from the 1½ per cent level established in 1944. In the accompanying press release the Bank stated that the change was an indication that the view expressed in 1944 that it did not see any prospect of an economic situation in the postwar period that would call for a policy of raising interest rates no longer held good under present conditions. Yields on shorter-term Government bonds had begun to rise in the early autumn and in November the long-term bond market softened. Over the next few months yields on both short- and long-term issues rose appreciably. It is significant that this decline in bond prices preceded a similar movement in the United States in early 1951; it was more feasible because of the freeing of the exchange rate at the beginning of October.

Various fiscal actions were also taken in the autumn of 1950 to counter the inflationary pressures from the expansion of defence outlays. Corporate income taxes and sales taxes were increased in a special budget in September, and in November legislation was introduced under the Emergency Powers Act to restrict consumer credit.

By the beginning of 1951, it was becoming evident that, with the upsurge in demand in the latter part of 1950, inflationary pressures were mounting and were likely to be intensified by rising defence expenditures. The Annual Report of the Bank for 1950, published in early 1951, discussed the economic implications of the prospective increase in defence expenditures and various ways of minimizing the inflationary consequences. It recognized that with the added defence requirements, demands on the economy were likely to exceed the available supply of goods and services and suggested that it might be necessary to make increasing use of direct controls to back up fiscal and monetary measures.

Through the early part of 1951, various fiscal and monetary measures were taken to restrain the degree of pressure on the economy and in the case of steel and a few other scarce materials, action was taken to directly control their use. In February the Government acted to increase down-payments on housing financed under the National Housing Act and in March, under the terms of the Consumer Credit Regulations which had come into effect in November 1950, the Government increased down-payments and shortened repayment periods on instalment credit. The Budget in April provided for increased excise, sales and personal and

les premier mois de 1949, les banques à charte accrurent leurs avoirs en titres du gouvernement, mais au second semestre et au début de l'année suivante, toutefois, en réponse au raffermissement enregistré par le marché obligataire, la Banque du Canada adopta une politique de gestion des réserves-encaisse des banques à charte qui obligea ces dernières à financer tout accroissement de leurs prêts par des ventes nettes d'obligations. Le coefficient de réserves-encaisse tomba à moins de 10% à la fin de 1949, pour la première fois depuis de nombreuses années.

La conjoncture créée par la guerre de Corée causa à la Banque du Canada des problèmes à la fois nouveaux et difficiles à résoudre. En même temps qu'elle faisait largement confiance à la politique fiscale et à d'autres mesures directes, la Banque adopta, pour la première fois depuis sa création, une politique de restriction monétaire qu'elle appliqua toutefois avec circonspection tout en faisant appel à la persuasion morale. Cette attitude plus souple différait considérablement de sa position des premières années d'après-guerre où elle s'était efforcée avant tout de maintenir les taux d'intérêt à un niveau peu élevé et stable. Lors de la révision de la Loi sur les banques en 1954, M. Towers, procédant à un examen rétrospectif de la politique monétaire d'après-guerre, faisait remarquer: «*il nous fut beaucoup plus facile que pendant les premières années d'après-guerre d'exercer une influence restrictive sans être obligés d'avoir recours à des méthodes outrées. Bien que la situation des banques se trouvât encore très liquide, les titres du gouvernement qu'elles avaient en portefeuille représentaient à peu près 36% de leurs avoirs canadiens à comparer avec 53% en mars 1946.*» L'importance relative de la dette publique par rapport au revenu national avait aussi sensiblement diminué, ce qui s'explique par un amortissement de la dette au cours des premières années d'après-guerre d'une part, par la croissance de l'économie et par la montée des prix d'autre part.

D'août à octobre 1950, la Banque du Canada avait compensé en grande partie l'accroissement net de ses avoirs en devises étrangères par une contraction de son portefeuille de fonds d'État. Néanmoins, les réserves-encaisse des banques à charte avaient enregistré une progression considérable, qui s'établissait à 56 millions de dollars pour 1950, contre 15 millions en 1949. Pendant les derniers mois de l'année, les prêts bancaires et les placements autres qu'en titres du gouvernement accusèrent une forte hausse, et la Banque dut adopter une politique restrictive, portant à 2% le taux d'escompte établi à 1 1/2% depuis 1944. Dans le communiqué publié à cette occasion, la Banque faisait remarquer que l'opinion exprimée en 1944, à savoir qu'elle ne voyait dans la situation économique aucun élément permettant de prévoir un relèvement des taux d'intérêt au cours de l'après-guerre, ne correspondait

corporate income taxes and as a further anti-inflationary move a deferral for four years of the right to claim depreciation as a reduction of taxable income on certain types of new capital expenditures.

On the monetary side the most significant development was the understanding reached with the chartered banks in February. Chartered bank loans were rising rapidly and as was noted in the Annual Report for 1951, the Bank of Canada felt that "the situation called for action over and above further tightening of the chartered banks' cash reserve position." Meetings were held with representatives of the chartered banks to discuss the situation and it was agreed that "further expansion in total bank credit* was undesirable under existing conditions." In order to prevent such a development the banks undertook to scrutinize loan applications more rigorously and to encourage borrowers to go to security markets or elsewhere for their capital requirements. As part of the agreement specific working rules were established for the banks, increasing the minimum margin requirement for loans on the security of corporate stocks and instalment finance paper. Although bank loans continued to rise for a time after the agreement, largely because of outstanding commitments, from the end of March to the end of December there was no further increase and, after allowing for seasonal factors, there was even a decline.

The Bank of Canada maintained tight control on the cash reserves of the banking system during the first half of 1951. A considerable part of the Government's over-all cash surplus was used to acquire foreign exchange assets purchased by the Bank in 1950. Although the Bank made net purchases of Government securities, the cash reserves of the chartered banks were reduced by $42 million and the daily average cash reserve ratio through this period was 9.8 per cent. In the second half of the year there was a distinct easing of the chartered banks' cash position and cash reserves rose by $124 million. The Annual Report for 1951 pointed out that "it was evident that there was a desire on the part of banks to maintain a higher cash reserve ratio than they had during the first half of 1951." The daily average for the period was 10.6 per cent. The Report also pointed out that after the first quarter of the year there was an easing of consumer demand, though with requirements of defence and capital expenditures gradually increasing, "the over-all economic situation remained one of strain."

The year 1952 was a less difficult one than its predecessor. In part this

*"Bank credit" includes bank loans and non-Government securities.

plus à l'évolution de la conjoncture. Les taux de rendement des obligations à relativement court terme du gouvernement avaient commencé à progresser au début de l'automne, et en novembre le marché des obligations à long terme donna à son tour des signes de faiblesse. Durant les quelques mois qui suivirent, les taux de rendement des titres à court et à long terme marquèrent une hausse appréciable. Fait à remarquer, ce fléchissement du cours des obligations au Canada précéda de peu une tendance similaire qui se manifesta aux États-Unis en 1951; il avait été facilité par la mise en flottement de notre monnaie au début d'octobre.

Diverses mesures fiscales furent également adoptées à l'automne de 1950 pour enrayer les pressions inflationnistes dues à l'expansion du budget de la défense nationale. Ainsi un budget spécial en septembre majorait les impôts sur le revenu des sociétés et les taxes de vente tandis que, en novembre, des mesures législatives prises dans le cadre de la Loi sur les pouvoirs d'urgence restreignaient le crédit à la consommation.

Au début de 1951, il devenait évident que le vif accroissement de la demande intervenu au cours du deuxième semestre de 1950 allait de pair avec un renforcement des pressions inflationnistes et que celles-ci risquaient de s'intensifier avec la progression des dépenses militaires. Le Rapport annuel de la Banque pour l'année 1950, publié au début de 1951, traitait des répercussions économiques de cette progression escomptée et des divers moyens d'en limiter les effets inflationnistes. Constatant que, en raison de cette progression, la demande de biens et de services allait vraisemblablement être supérieure à l'offre, le Gouverneur donnait à entendre qu'il pourrait se révéler nécessaire d'avoir, à l'avenir, davantage recours à des mesures de contrôle direct pour compléter les dispositions d'ordre financier et monétaire.

Au premier semestre de 1951, les autorités prirent diverses mesures fiscales et monétaires afin de tempérer les pressions sur l'économie et instituèrent un contrôle direct de l'utilisation de l'acier et de quelques autres produits peu abondants. En février, le gouvernement décréta une augmentation du versement initial exigible sur les logements financés conformément aux dispositions de la Loi nationale sur l'habitation. En mars, dans le cadre des Règlements sur le crédit à la consommation entrés en vigueur en novembre 1950, il augmenta le montant du versement comptant minimum et diminua les délais de remboursement applicables aux ventes à crédit. Le budget d'avril comportait une hausse des taxes d'accise et de vente, une augmentation de l'impôt sur le revenu des particuliers et des sociétés et, autre mesure anti-inflationniste, la suspension pendant quatre ans du droit de déduire du revenu imposable l'amortissement de certains types d'immobilisations.

Sur le plan monétaire, l'événement le plus important a été l'accord conclu

was owing to the efforts to resolve the Korean war. Although progress was painfully slow, there was at least a willingness to continue negotiations and a reduction in combat activity. At the same time, a number of favourable developments, in particular a sharp fall in import prices in Canadian dollar terms, helped to arrest the upward movement in domestic prices. There was also a substantial increase in real output. The various restrictive measures taken in 1951 were eased and dismantled. In January 1952 it was announced that the understanding worked out with the banks the previous year would be continued but without a specific target, and in May the restrictions on bank credit were suspended, with the exception of the 50 per cent margin on bank loans secured by corporate securities. Consumer credit regulations were relaxed and then lifted in May.

Although chartered bank loans continued to decline until March, they then began to increase and in the second half of the year expanded substantially. The cash reserve ratio declined to under 10 per cent at mid-year and during the remainder of the year the banks were forced to sell shorter-term Government of Canada securities in order to maintain their cash position. Short-term yields rose appreciably, though there was only a slight increase in long-term yields. In November, the Governor, at a meeting with the general managers of the chartered banks, drew attention to the rapid expansion of loans and stressed the need to maintain the quality of bank assets.

In looking back to the boom of the 1950s from this later vantage point, one of the characteristics of the period that stands out as being common to most industrial countries was the marked bias in economic thinking towards an underestimation of both the strength and persistence of the expansion and of the inflationary tendencies in a modern industrial society. There were reasons for this, among them the difficulty of gauging the consequences of the far-reaching structural changes in the world economy brought about by the war and the extent of the accumulated requirements in most economies after nearly two decades of depression and war. Moreover since most of those in authority had lived through a decade of depression and sluggish growth during the formative stage of their careers, this experience tended to colour their thinking. During the early years of the boom, as the discussion in this article indicates, the pressures that developed were in part related to the exigencies of the Korean war and it could be argued that they were a temporary phenomenon. It was, in fact, the beginning of a period of strong growth with only minor interruptions and as strains developed in the mid-1950s there

en février avec les banques à charte. Le crédit bancaire s'inscrivait en hausse rapide et, comme le soulignait le Rapport annuel de 1951, la Banque du Canada considérait que «*la situation exigeait d'autres mesures qu'une simple contraction additionnelle des réserves monétaires des banques à charte*». Afin de faire le point sur la situation, des rencontres avec des représentants des banques furent organisées et il fut convenu «*qu'il n'était pas recommandable, vu les conditions actuelles, d'augmenter le montant global du crédit bancaire**.» Pour prévenir une évolution dans ce sens, les banques s'engagèrent à faire preuve de plus de rigueur dans l'examen des demandes d'emprunt et à pousser leurs clients à se tourner vers des marchés de valeurs mobilières ou vers d'autres sources pour satisfaire leurs besoins de financement. L'accord instituait des règles d'application précises pour les banques, prévoyant notamment une augmentation de la marge de couverture des prêts garantis par des actions de sociétés ou par du papier de sociétés de financement. Bien que les prêts bancaires eussent continué à augmenter après la conclusion de l'accord, surtout à cause des engagements pris antérieurement, de fin mars à fin décembre ils plafonnèrent et accusèrent même un fléchissement, compte tenu des variations saisonnières.

Pendant le premier semestre de 1951, la Banque du Canada contrôla strictement les réserves-encaisse du système bancaire. Une grande partie de l'excédent de trésorerie du gouvernement fut affectée à l'achat des avoirs en devises acquis par la Banque en 1950. Bien que le chiffre des achats de fonds d'État effectués par la Banque fût supérieur à celui des ventes, les réserves-encaisse des banques à charte diminuèrent de 42 millions de dollars et le coefficient moyen journalier de réserves-encaisse pendant la période se tint à 9.8%. Pendant le second semestre de l'année, la liquidité des banques à charte s'améliora nettement et les réserves-encaisse augmentèrent de 124 millions de dollars. Selon le Rapport annuel pour 1951, il était manifeste que «*les banques désiraient maintenir un pourcentage de réserves plus élevé qu'au cours de la première moitié de 1951*». La moyenne journalière pendant cette période se situa à 10.6%. L'auteur du Rapport faisait aussi remarquer que la demande des ménages avait perdu de sa vigueur à partir du deuxième trimestre mais, qu'avec l'accroissement progressif des dépenses militaires et des investissements en biens capital, «*la situation économique demeurait tendue*».

L'année 1952 souleva moins de problèmes que celle qui la précéda, grâce en partie, aux efforts entrepris pour mettre un terme à la guerre de Corée. Si les négociations se révélaient extrêmement laborieuses, les parties firent quand même preuve du désir de les poursuivre et de limiter l'intensité des combats. Par ailleurs, un certain nombre de faits positifs, notamment une

*Le «crédit bancaire» comprend les prêts bancaires et le portefeuille de titres autres que les fonds d'État.

were real grounds for differences of opinion as to the nature of the boom and the policies that should be followed. At a relatively early stage the view developed within the Bank of Canada that the expansion in Canada was becoming more deeply rooted and had strong self-generating characteristics; this belief began increasingly to form the basis of the Bank's policy and advice through the mid-1950s.

* * *

Before concluding the account of this period, reference should be made to the important break with the Bank's past that occurred with the resignation of Mr. Donald Gordon at the end of 1949 to become President of the Canadian National Railways. Mr. Gordon had played an important role in the early formative years of the Bank, first as Secretary and then as Deputy Governor. He made a major contribution in assisting in the establishment of the Foreign Exchange Control Board during the early years of the war and became Chairman of the Wartime Prices and Trade Board. On 1 January 1950 Mr. J. E. Coyne became Deputy Governor.

The death of Dr. W. C. Clark in late 1952 brought to an end an association that went back to the earliest days of the Bank. In many respects this relationship had been quite unique in that Dr. Clark had played an important part in the developments that led to the creation of a central bank in Canada and in the planning and shaping of the new institution. In his capacity as Deputy Minister of Finance he had been a Director of the Bank and a member of the Executive Committee from the time the Bank began operations until his death. His association with the Bank during its early formative years and during the difficult days of the war had been very close.

Finally, reference should be made to the entry of Newfoundland into Confederation on 31 March 1949. While this historic event meant that Newfoundland was formally brought within the orbit of the Bank of Canada and the Foreign Exchange Control Board, it had for many years been within the 'Canadian dollar area' and its commercial banking services were supplied exclusively by Canadian banks. Foreign exchange control measures had paralleled those in Canada and while they were enforced by two separate bodies, the procedures were largely identical and there was close collaboration. As a consequence, the connections between the Bank and Newfoundland were closer than in most Government departments and several Bank officials were able to be of service during the long and complex negotiations that resulted in Confederation.

forte baisse du prix des importations exprimé en dollars canadiens, contribua à enrayer le mouvement à la hausse des prix intérieurs. La production réelle marqua également un progrès considérable. Les mesures restrictives adoptées en 1951 furent atténuées ou abolies. En janvier 1952, on fit part de la décision de reconduire l'accord conclu l'année précédente avec les banques sans toutefois fixer d'objectifs précis. En mai, les restrictions affectant le crédit bancaire furent levées, à l'exception de la couverture de 50% touchant les prêts bancaires sur nantissement de titres de sociétés. Les mesures d'encadrement du crédit à la consommation furent d'abord assouplies, puis abolies en mai.

Les prêts bancaires continuèrent de fléchir jusqu'en mars, pour amorcer alors une reprise et même s'accroître considérablement au cours du second semestre. Le coefficient de réserves-encaisse baissa à moins de 10% vers le milieu de l'année et les banques furent obligées de se départir de titres à relativement court terme du gouvernement canadien au cours du second semestre afin de maintenir leur position de caisse. Les taux de rendement à court terme accusèrent une hausse sensible, tandis que le loyer de l'argent à long terme marqua seulement une légère augmentation. À l'occasion d'une réunion tenue en novembre avec les dirigeants des banques à charte, le Gouverneur mit l'accent sur l'accroissement rapide des concours bancaires et insista sur la nécessité pour les banques de maintenir la bonne qualité de leurs portefeuilles.

Lorsqu'on considère le boom des années cinquante avec l'avantage du recul, on constate qu'une des caractéristiques de la pensée économique de l'époque, commune à la plupart des pays industrialisés, est la forte propension à sous-estimer non seulement la vigueur et la persistance de l'expansion mais aussi l'accentuation des tendances inflationnistes dans les sociétés industrielles contemporaines. Parmi les motifs de cette erreur de jugement, il y a entre autres la difficulté d'évaluer, d'une part les répercussions des modifications structurelles, si lourdes de conséquences, qui s'étaient produites dans l'économie mondiale par suite de la guerre et, d'autre part l'ampleur des besoins non satisfaits qui s'étaient accumulés dans la plupart des économies après une vingtaine d'années de dépression et de guerre. En outre, le fait que la plupart des hommes qui détenaient les leviers de commande avaient commencé leur carrière au cours d'une décennie de dépression et de très faible croissance contribuait à colorer leur vision du monde. Comme l'indique cet article, au début du boom, les pressions de la demande étaient en partie imputables aux besoins nés de la guerre de Corée et on pouvait fort bien arguer que le phénomène n'était qu'éphémère. En fait, une période de forte croissance s'annonçait qui ne connaîtrait que de brèves pauses. Il était donc normal que l'apparition de tensions au milieu des années cinquante

provoquât des divergences d'opinion quant à la nature de l'essor économique et aux politiques à mettre en œuvre. Assez rapidement, on en vint à conclure, au sein de la Banque du Canada, que la croissance économique du pays reposait sur de fortes assises et s'alimentait d'elle-même. Cette opinion allait inspirer la politique de la Banque et les avis qu'elle serait appelée à donner jusque vers le milieu des années cinquante.

* * *

Avant de terminer l'étude de cette période, il serait opportun de faire mention d'un événement important dans l'évolution de la Banque, le départ de M. Donald Gordon, qui démissionna à la fin de 1949 pour accéder à la présidence du Canadien National. M. Gordon avait exercé une grande influence durant les premières années d'existence de la Banque, d'abord en qualité de Secrétaire, ensuite de Sous-Gouverneur. Il participa activement par la suite à la création, au cours des premières années de guerre, de la Commission du contrôle du change étranger, puis devint Président de la Commission des prix et du commerce. Le 1er janvier 1950, M. J. E. Coyne, fut nommé Sous-Gouverneur.

Le décès de M. W. C. Clark survenu à la fin de 1952 mit un terme à une association qui remontait au tout début de la Banque. Il convient de souligner ici le caractère exceptionnel, à bien des égards, de l'apport de M. Clark, qui a été un des artisans de la création d'une banque centrale au Canada et du développement que devait prendre l'institution. En tant que Sous-ministre des Finances, il avait fait partie du Conseil d'administration et du Comité de direction depuis l'ouverture de la Banque et conserva ses fonctions jusqu'au moment de son décès. Il maintint des rapports très étroits avec la Banque au cours des premières années de formation et durant les années difficiles de la guerre.

Il nous semble à propos à ce stade de faire mention de l'entrée de Terre-Neuve dans la Confédération le 31 mars 1949. Si cet événement historique plaçait officiellement Terre-Neuve sous la compétence de la Banque du Canada et de la Commission du contrôle du change étranger, il n'en reste pas moins que cette province faisait partie depuis de longues années de la «zone dollar canadien» et que les services bancaires mis à sa disposition provenaient exclusivement d'établissements canadiens. Le contrôle des changes y était tout à fait semblable à ce qu'il était au Canada et s'il est vrai que l'application relevait de deux organismes distincts, ceux-ci employaient sensiblement les mêmes méthodes et travaillaient en étroite collaboration. En conséquence, la Banque avait avec Terre-Neuve des contacts plus serrés que la plupart des ministères et plusieurs cadres de la Banque purent ainsi apporter une contribution précieuse aux négociations longues et ardues qui précédèrent l'entrée de Terre-Neuve dans la Confédération.

Foreign exchange

Staff research studies

Travaux de recherche

From time to time since 1969 the Bank of Canada has issued staff studies dealing primarily with questions of professional interest to economists engaged in applied research. Summaries of these reports are carried on a regular basis in the Review. A summary of the latest study, No. 10, appears below. Persons wishing to receive this study may obtain single copies by writing to the Secretary's Department, Bank of Canada, Ottawa, K1A 0G9.

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

Depuis 1969, la Banque du Canada publie de temps à autre des études portant sur des sujets très spécialisés, qui intéressent principalement les économistes se consacrant à la recherche appliquée. Des résumés de ces travaux paraissent à l'occasion dans la Revue. Le texte qui suit donne un aperçu de l'étude nº 10 parue récemment. Les intéressés peuvent en obtenir le texte intégral sur demande écrite adressée au Secrétariat, Banque du Canada, Ottawa K1A 0G9.

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

10. The foreign currency business of the Canadian banks: an econometric study (summary of a staff study)

Charles Freedman

The foreign currency assets and liabilities of the Canadian chartered banks grew rapidly over the 1960's and now account for a substantial share of total assets and liabilities. This study analyses the forces underlying this growth as well as some of the implications for Canadian monetary policy and for the Canadian balance of payments. It also examines the role of the chartered banks as participants in the Euro-dollar market and as a possible conduit for funds between the United States and the Euro-dollar market.

A complex process determines the quantities of chartered bank foreign currency assets and liabilities outstanding. The process reflects interaction among depositors, borrowers and the banks themselves. The study examines in detail the behaviour of each of these groups. Interest rates offered by the banks on foreign currency deposits are set on the basis of the rates obtainable by investors on competing financial instruments and the rates the banks can earn on assets in which they invest. Given the interest rates on foreign currency deposits and those on competing financial instruments, depositors decide what quantity of such deposits they wish to hold. The banks appear to determine the size of

10. The foreign currency business of the Canadian banks: an econometric study

Charles Freedman

Les avoirs et engagements en devises étrangères des banques à charte ont enregistré une croissance rapide au cours des années soixante et représentent actuellement une proportion considérable de l'ensemble de leurs bilans. Dans cette étude, l'auteur analyse les facteurs fondamentaux de cette croissance ainsi que certaines incidences de ce phénomène sur la politique monétaire et sur la balance des paiements du Canada. Il étudie également le rôle que jouent les banques à charte en tant que participants du marché de l'euro-dollar et qu'intermédiaires possibles pour les mouvements de capitaux entre les États-Unis et le marché de l'euro-dollar.

Le montant des avoirs et engagements en devises des banques à charte est déterminé au moyen d'un processus complexe, qui traduit l'interdépendance existant entre les déposants, les emprunteurs et les banques elles-mêmes. L'auteur examine en détail le comportement de chacune de ces catégories d'agents économiques. Les taux d'intérêt offerts par les banques pour les dépôts en monnaies étrangères sont établis à partir des taux d'intérêt versés aux investisseurs sur d'autres instruments financiers comparables et des taux de rendement que les banques peuvent obtenir de leurs placements. C'est à la lumière des taux d'intérêt des dépôts en monnaies étrangères et de ceux

their net foreign asset positions on the basis of interest rates in the United States and Canada, the stance of Canadian monetary policy, and the amount of swapped deposits outstanding. Chartered bank foreign currency loans are primarily a function of the borrowers' demand for funds; such demand is influenced by relative interest rates and by the degree of difficulty encountered in obtaining loans elsewhere. Chartered bank foreign currency liquid assets are allocated among deposits, call loans and securities. Throughout the study careful attention is paid to the effect of certain official guidelines on the various behavioural relationships.

In the final chapter, an attempt is made to evaluate the significance of chartered bank transactions in foreign currency assets and liabilities. Changes in Canadian interest rates relative to rates abroad give rise to substantial capital outflows and inflows via these transactions. The scope for varying their net foreign asset positions gives the banks an additional degree of flexibility in responding to the central bank's cash reserve management. Before the imposition of guidelines in 1968, Canadian banks channelled substantial amounts of funds between the United States and the Euro-dollar market in response to relative interest rate changes. The study concludes that transactions in chartered bank foreign currency assets and liabilities play a significant role both in the working of the Canadian financial system and as part of the international linkages between Canada, the United States and the rest of the world.

des autres instruments financiers disponibles sur le marché que les déposants fixent le volume des dépôts en devises qu'ils désirent détenir. Les banques semblent déterminer le montant de leurs avoirs nets en devises en tenant compte du loyer de l'argent en vigeur aux États-Unis et au Canada, de l'orientation de la politique monétaire canadienne et de l'encours des dépôts-swaps. Quant au montant des prêts bancaires en devises, il est fondamentalement fonction de la demande, elle-même influencée par les taux d'intérêt relatifs et par le degré de difficulté qu'éprouvent les emprunteurs à recourir à d'autres sources de financement. Les avoirs liquides en devises des banques à charte sont répartis en dépôts, en prêts à vue et en titres. Une attention particulière est accordée, à toutes les étapes de l'étude, à l'incidence de certaines directives officielles sur les différentes équations de comportement.

Dans le dernier chapitre, l'auteur tente de rechercher les conséquences des opérations en devises étrangères des banques à charte. Les variations des taux d'intérêt au Canada par rapport aux taux à l'étranger donnent lieu, par le biais de ces opérations, à des entrées et à des sorties considérables de capitaux. La possibilité qu'ont les banques de varier leur position nette en devises leur permet de réagir avec encore plus de souplesse à la politique de gestion des réserves-encaisse de l'institut d'émission. Avant l'adoption des directives en 1968, les banques canadiennes constituaient entre les États-Unis et le marché de l'euro-dollar un circuit qu'empruntait un volume substantiel de capitaux, en réponse à des variations relatives des taux d'intérêt. L'auteur en arrive à la conclusion que les opérations affectant les avoirs et engagements en devises des banques à charte jouent un rôle non négligeable dans le fonctionnement du système financier canadien et illustrent en partie les liens existant à l'échelle internationale entre le Canada, les États-Unis et le reste du monde.

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

15 November 1974

The Bank of Canada announced tonight that the Bank Rate has been reduced to 8¾ per cent effective November 18, 1974. The Bank Rate had been set at 9¼ per cent on July 24, 1974.

Mr. Gerald K. Bouey, Governor of the Bank of Canada, noted that the reduction in the Bank Rate followed a substantial decline in market interest rates in Canada since late August and the termination today of sales of the new Canada Savings Bonds. The decline in market interest rates in this period had in turn been associated with some slackening in the demand for credit, a moderate easing of the Bank's tight rein on chartered bank liquidity, and a sharp decline in interest rates in the United States.

In recent months there has been a lessening of demand pressures and a slowing of economic activity in the main industrial countries of the world, although as yet the momentum of the rapid worldwide increase in costs and prices has continued largely unabated. The Governor said that in its recent policy the Bank had responded to influences tending to weaken the prospects for economic growth in Canada but he warned that the problem of inflation continues to be a matter for grave concern and said that it will remain a prime objective of monetary policy to keep the rate of monetary expansion within limits consistent with a moderation of cost and price increases.

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 15 novembre 1974

La Banque du Canada a annoncé ce soir une réduction du taux d'escompte, qui passe à 8¾% à compter du 18 novembre 1974. Ce taux avait été fixé à 9¼% le 24 juillet 1974.

Le Gouverneur de la Banque du Canada, M. Gerald K. Bouey, a précisé que cette réduction avait été décidée à la suite de la sensible baisse des taux d'intérêt qui s'est produite sur les marchés financiers au Canada depuis la fin d'août et de la clôture, survenue aujourd'hui, de la dernière émission d'Obligations d'épargne du Canada. Cette baisse des taux d'intérêt est elle-même liée à un certain affaiblissement de la demande de crédit, à une gestion légèrement moins restrictive par la Banque du Canada de la liquidité des banques à charte et à un fléchissement marqué des taux d'intérêt aux États-Unis.

Depuis quelques mois, on observe une atténuation des pressions de la demande et un ralentissement de l'activité économique dans les principaux pays industrialisés, bien que jusqu'à présent la rapide hausse des coûts et des prix dans le monde se poursuive presque sans répit. Le Gouverneur a indiqué que la Banque mène depuis quelque temps une politique qui tient compte des influences qui tendent à affaiblir les perspectives de croissance économique du Canada, mais il a souligné que le problème de l'inflation continue d'être l'objet de vives préoccupations et que la politique monétaire conserverait comme objectif primordiale le maintien du taux d'expansion monétaire dans des limites compatibles avec un ralentissement des hausses de coût et de prix.

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

Monetary policy

To the Men's Canadian Club of Winnipeg
26 November 1974

In the years that I lived in Western Canada it used to be said that regardless of the occasion people soon get around to talking about wheat. I am afraid that it is the same with central bankers; they can always be counted on to talk about their own business. I am going to run true to form and do just that, but first I want to say something about the environment in which economic activity is taking place and monetary policy is being formulated. I especially want to refer to certain worldwide influences that may well turn out to be the most important of all the forces operating on our economic situation for some time to come. The fact that I am in Winnipeg encourages me to follow this approach since I have always been aware of a keen interest here in the world scene.

The world economy, as everyone knows, is in a troubled state. It is threatened at one and the same time by the persistence of severe inflation and by the risk of a prolonged interruption in the growth of economic activity.

The combination of ailments that most countries are suffering from is partly new but much of it is old. This is not the first time in the postwar period that we have seen the tide of inflation reach new peaks well after the economic boom that set off the upsurge has begun to fade. Nor should we regard as altogether unfamiliar, even if much more serious this time, the stresses and strains generated by the recent and largely unforeseen escalation of world inflation. At such times some prices lead the parade while others lag. The prices at which one economic group manages to sell its output are the costs that others are required to pay, so it is not surprising that in many countries today a growing number of firms and industries are caught in a cost-price squeeze, wage disputes

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

Texte d'une causerie donnée au Men's Canadian Club de Winnipeg, le 26 novembre 1974

À l'époque où je vivais dans l'Ouest canadien, on prétendait que les gens de la région ne pouvaient se réunir pour un motif quelconque sans en arriver bientôt à parler blé. J'ai l'impression qu'il en va de même des dirigeants de banque centrale, qui, eux aussi, ont tendance à toujours parler boutique. J'ai l'intention d'agir à l'instar de mes collègues, mais j'aimerais commencer par vous dire un mot du contexte dans lequel se déroule l'activité économique et se formule la politique monétaire. J'accorderai une attention toute particulière à certaines influences observées à l'échelle mondiale, qui pourraient fort bien se révéler pendant un certain temps encore les plus importants de tous les facteurs de l'évolution économique de notre pays. Ma présence à Winnipeg aujourd'hui m'encourage à suivre cette voie, car j'ai toujours été conscient du vif intérêt qu'on porte ici à ce qui se passe dans le monde.

Comme chacun le sait, l'économie mondiale est en pleine perturbation; elle vit sous la menace à la fois d'une persistance de la forte poussée inflationniste et d'une interruption prolongée de la croissance économique.

Parmi les divers maux qui affligent la plupart des pays à l'heure actuelle, il en est de nouveaux venus, mais beaucoup sont d'anciennes connaissances. Ce n'est pas la première fois depuis la dernière guerre qu'une poussée inflationniste continue de se renforcer bien après que l'essor économique qui lui avait donné naissance a commencé à s'estomper. Quant aux tensions engendrées par la recrudescence récente et en grande partie imprévue de l'inflation dans le monde, nous ne devons pas les considérer réellement comme des nouveautés, même si elles sont nettement plus graves cette fois-ci que par le passé. En de tels moments, certains prix augmentent très rapidement tandis que d'autres marquent le pas. Le prix de vente appliqué par une catégorie donnée d'agents économiques constituant le coût à acquitter par les autres, il ne faut

are unusually widespread and bitter, and governments are besieged by groups demanding redress for their economic grievances. All of this is part of the price exacted by the wave of inflation that has been let loose in the world.

The origins of this worldwide inflation can, I believe, be understood without great difficulty. One could trace them back quite far, to developments in the 1960s, including the Vietnam war, but I think that for present purposes it is enough to begin by noting that virtually all of the major countries had experienced an economic slowdown at the beginning of the 1970s, and that they were understandably anxious to restore high levels of economic activity and employment as soon as possible. For this reason they were following highly expansionary monetary and fiscal policies. The degree of monetary expansion that occurred in some countries was increased by their efforts to preserve exchange rate levels that turned out to be unsustainable.

In time the consequence of these policies was a rapid increase in public and private spending in the major industrial economies, which was mutually reinforced through their international trade. Production surged ahead in almost all of them at roughly the same time. By 1973, much earlier than was generally anticipated, the strength of this widespread economic expansion was threatening to outrun world supplies of primary commodities, and the prices of many of them began to climb rapidly. For these and other reasons which I shall mention later, world prices of agricultural commodities were in the forefront of the advance.

In Canada too, the rapid expansion of both foreign and domestic demand was beginning to press against the limits of the economy's productive capacity in an increasing number of areas, again earlier than anticipated. I think it is fair to say that our high unemployment rates had created the impression of more available productive capacity than in fact turned out to exist as we later found when in the midst of relatively severe labour shortages unemployment rates stayed considerably higher than we had hoped could be achieved. In 1973 supply bottlenecks, order backlogs and delivery delays began to make their appearance in industries operating at full stretch. As these conditions spread, price increases grew larger, more frequent and more general, both at the intermediate and final stages of production. A broadly similar pattern of developments occurred in other industrial countries of the world.

In the course of time steps were undertaken by the industrial countries to moderate the growth of domestic spending and provide resistance to

pas s'étonner de l'amenuisement des marges bénéficiaires enregistré par un nombre croissant d'entreprises et d'industries, de la généralisation et de la dureté inhabituelles des conflits du travail, ainsi que des pressions exercées sur les gouvernements par des groupes qui exigent réparation des préjudices qu'ils estiment subir. Tout cela représente une partie de la note que nous avons à payer actuellement pour avoir laissé la vague inflationniste déferler sur le monde.

Les facteurs qui sont à l'origine de cette inflation mondiale sont, à mon avis, assez faciles à déceler. On pourrait les repérer assez loin dans le passé, les rattacher à des développements survenus au cours des années soixante, à la guerre du Vietnam notamment, mais compte tenu de l'objectif que nous poursuivons, il suffira de faire remarquer que presque tous les grands pays industrialisés avaient enregistré un ralentissement économique au début de la présente décennie et tenaient bien entendu à rétablir le plus rapidement possible un niveau élevé d'activité économique et d'emploi. Aussi pratiquèrent-ils des politiques financières et monétaires fortement expansionnistes. La poussée d'expansion monétaire qui s'ensuivit dans certains pays se trouva renforcée par les efforts qu'ils faisaient pour conserver des taux de change qui se révélèrent intenables.

À la longue, ces politiques ont occasionné dans les grands pays industrialisés une progression rapide de la dépense des secteurs public et privé, dont les effets se propageaient par le jeu du commerce international. La production faisait un bond en avant presque simultanément dans la plupart des pays. En 1973, donc bien plus tôt que prévu, la vigueur de cet essor généralisé menaçait de créer des pénuries de matières premières, dont un grand nombre se mit à renchérir rapidement. Pour ce motif et pour d'autres que nous étudierons plus loin, le prix des produits agricoles sur les marchés mondiaux prit la tête du peloton.

Comme ailleurs, au Canada la rapide expansion de la demande tant extérieure qu'intérieure faisait que l'économie commençait à toucher, plus tôt qu'on ne l'avait anticipé, aux limites de sa capacité de production dans un nombre croissant de secteurs. Le taux élevé de chômage enregistré dans notre pays nous avait amené à considérer les marges inutilisées de capacité de production comme plus grandes qu'elles ne l'étaient en fait. Nous avons découvert cette réalité par la suite en constatant qu'une pénurie relativement aiguë de main-d'œuvre pouvait coexister avec des taux de chômage considérablement plus élevés que ceux que nous espérions pouvoir atteindre. En 1973, dans les secteurs où l'appareil productif fonctionnait à plein rendement, on observa des goulots d'étranglement, un gonflement des carnets de commande

the wave of inflation that was sweeping through their economies.

Developments on the demand side were not the whole story, of course. On the supply side, one of the earliest and most important sources of this inflation has been the growing food problem. Supplies of food grains and animal feeds have been substantially reduced in recent years. As I hardly need tell this audience, there have been poor harvests in some of the main producing areas, including of course our own prairies. No early relief from the shortfall in the supply of grains is in sight. In the face of a continually growing world demand, this has led to particularly steep increases in the prices of cereals and related foodstuffs. It has also led to the tragic fact that in some parts of the world more and more people are facing starvation.

A year ago a four-fold rise in the world price of oil added a new dimension to the problems already confronting the world. The consequences of the rise in the international oil price are really just beginning to unfold and it remains to be seen how well the world will cope with them. The balance of payments positions of many oil-importing countries have been thrown heavily into deficit. If oil prices remain where they are in relation to other prices, it will not be possible for many oil-importing countries to maintain satisfactory levels of economic activity even in the short run, unless they go into debt on a scale that is completely unprecedented.

For some countries the possibility of borrowing to pay for oil is severely limited by the difficulty of finding willing lenders. This is what has given rise to the so-called recycling problem. Beyond what can be handled relatively smoothly by private financial markets, full recycling means channelling funds back to some countries that may not be able to carry the debt by themselves. This task will require international co-operation of a high order, for it is not reasonable to suppose that all of the funds channelled to the economically weaker countries can be repaid.

Even with reasonably effective recycling arrangements for the short run, however, the world will be left with a major unresolved problem, and that is the problem of how to reach a sustainable equilibrium between the main oil exporters and the rest of the world. A widely acceptable solution of this problem will be far from easy to achieve. The interim committee of Governors of the International Monetary Fund chaired by Canada's Minister of Finance will have an important part to play in efforts to deal with these problems.

During the course of 1974 the character of the inflationary process

et un allongement des délais de livraison. À mesure que cette conjoncture se généralisait, les majorations de prix devinrent plus importantes, plus fréquentes et touchèrent un plus grand nombre de produits, au stade intermédiaire comme au stade final de la production. Une évolution similaire dans ses grandes lignes se produisit dans d'autres pays industrialisés.

À la longue, les pays industrialisés prirent des mesures visant à modérer la croissance de la dépense intérieure et à freiner l'inflation qui s'abattait sur leur économie.

Il va de soi que la demande n'était pas seule en cause. Un coup d'œil sur l'offre nous permet de constater que l'un des plus anciens et des plus importants foyers de l'inflation actuelle est le problème sans cesse plus menaçant de l'alimentation dans le monde. L'offre de céréales alimentaires et de produits pour l'alimentation animale s'est sensiblement amenuisée ces dernières années. Je n'apprendrai rien à cet auditoire en mentionnant que les récoltes ont été médiocres dans certaines des principales régions productrices, notamment, bien sûr, dans nos provinces des Prairies. Rien n'indique que la disette de grains de provende s'atténuera dans un proche avenir. Comme la demande mondiale ne cesse de croître, le prix des céréales et de leurs dérivés a fait un bond et nous assistons à une tragique recrudescence de la famine dans certaines parties du globe.

Il y a un an, le quadruplement du prix du pétrole sur le marché mondial a donné une dimension nouvelle aux problèmes auxquels les nations tentent de trouver une solution. Les répercussions du renchérissement de l'or noir sur les marchés internationaux commencent à peine à se manifester et il reste à voir comment les nations sauront y faire face. De nombreux pays importateurs de cet hydrocarbure ont vu leur balance des paiements devenir lourdement déficitaire. Si le prix du pétrole reste inchangé par rapport au niveau général des prix, nombre de pays importateurs ne pourront maintenir, même à court terme, un niveau d'activité économique acceptable, à moins de s'endetter à un rythme sans précédent.

Un certain nombre de pays n'ont qu'une possibilité très limitée de recourir à l'emprunt pour acquitter la facture pétrolière, faute de prêteurs. C'est ainsi qu'est né le problème du recyclage des recettes pétrolières. Un recyclage complet suppose, outre le financement qui peut être accordé sans trop de peine par les marchés financiers ordinaires, l'acheminement de fonds vers certains pays incapables de supporter seuls le poids d'une telle dette. Cette tâche ne pourra être menée à bien sans une collaboration internationale de grande envergure, car il n'est guère raisonnable d'escompter que la totalité des fonds prêtés aux pays économiquement faibles pourra être remboursée.

around the world has been changing. The pressure of excessive spending has slackened in most countries and is no longer the main driving force behind the continuing rise in prices. Some commodity prices have already fallen, and to an increasing extent, the continuing rise of final prices is now mainly a reflection of the upward push of costs. These cost increases, in turn, largely reflect the efforts of various economic groups to protect themselves against the impact of current and past increases in prices and apparently in some cases to try to take out insurance against the possibility of even higher increases in the future.

At the same time the pace of economic expansion has turned sluggish or come to a temporary halt in most of the industrial countries. In some degree a pause of this kind was probably inevitable. Indeed, a pause was essential if the organization of production around the world was not to break down under the distortions of accelerating inflation. There is clearly some risk that the slowdown in economic activity may turn out to be rather more severe and prolonged than any individual country would wish to see or can avoid through its own policy actions. The risk on the other side is that countries may again over-react to the temporary weakness of their economies with an excessive dosage of fiscal and monetary stimulus, thereby ensuring even higher inflation rates two or three years from now.

In broad brush, then, this is where the world economy stands today and the route it took to get there.

In reflecting on economic developments over the past three or four years, I cannot help but sense that all over the world a common pattern of events has been emerging. In a period of economic slowdown, fiscal and monetary policies quite properly are adjusted to try to bring the economy back on the path of expansion. But it takes time for the economy to respond to these measures and it is very difficult to wait patiently without adding more and more stimulus as time goes on. Excessive stimulus leads in due course to a boom in economic activity which is too rapid to be sustainable. By the time the need to moderate the degree of stimulus becomes apparent, it is generally long overdue. The result is periodic overloading of the economic system, the escalation of inflation and rising inflationary expectations. I do not suggest that this is the whole story of how we have come to overload our economies from time to time, but it is certainly an important part.

Overloading our economies puts us in the position of trying to do things that are basically incompatible. On the one hand, we are trying to operate

Même si les pays parvenaient, à court terme, à conclure des accords de recyclage relativement efficaces, ils ne resteraient pas moins placés devant un problème crucial, à savoir la recherche d'un équilibre supportable entre les principaux pays exportateurs de pétrole et le reste du monde. Trouver une solution acceptable pour un grand nombre de pays sera une tâche fort malaisée. Le Comité intérimaire du Conseil des Gouverneurs du Fonds Monétaire International, que préside le ministre des Finances du Canada, aura à jouer un rôle de tout premier plan dans ce domaine.

Depuis le début de 1974, la nature de la poussée inflationniste qui sévit dans le monde se modifie graduellement. Les pressions attribuables à un excès de la demande se sont atténuées dans la plupart des pays et ne constituent plus le principal moteur de l'escalade continuelle des prix. Ceux de certaines matières premières ont déjà baissé, et la progression ininterrompue des prix des produits finis s'explique dans une mesure croissante par la poussée des coûts. Cette hausse des coûts résulte en grande partie elle-même du comportement de diverses catégories d'agents économiques qui essaient de se prémunir contre les conséquences du renchérissement passé ou actuel des prix et, dans certains cas apparemment, contre l'éventualité de nouvelles hausses encore plus marquées.

Pendant ce temps, la croissance économique s'est fortement ralentie ou temporairement arrêtée dans la plupart des pays industrialisés. Dans une certaine mesure, un tel fléchissement de la croissance était probablement inévitable. De fait, une pause était indispensable pour empêcher les distorsions engendrées par l'inflation croissante de provoquer la désagrégation de l'organisation de la production dans le monde. Nous risquons, cela va sans dire, de voir le ralentissement de l'activité économique s'accentuer et durer davantage qu'aucun pays ne le souhaite et atteindre des proportions telles qu'aucun pays ne soit en mesure de l'éviter par ses propres moyens. Par contre, nous risquons également que les pays réagissent de façon excessive à cette faiblesse passagère de leur économie et aient recours à un ensemble exagéré de stimulants fiscaux et monétaires susceptibles d'alimenter un processus inflationniste encore plus aigu d'ici deux ou trois ans.

Telle est donc en gros la situation actuelle de l'économie mondiale et le cheminement qu'elle a suivi pour y parvenir.

Quand j'analyse l'évolution économique des trois ou quatre dernières années, je ne puis m'empêcher de constater qu'elle présente des caractéristiques communes partout dans le monde. En période de ralentissement économique, il est tout à fait normal que les politiques fiscale et monétaire visent à ramener l'économie dans la voie de l'expansion. Toutefois, leur application ne

market economies in which prices and incomes are to a large extent determined through highly decentralized decisions and the general price level is determined by over-all supply and demand forces. On the other hand, we periodically run our economies so close to full stretch that in many areas of the market we are bound to encounter situations in which the supply cannot possibly expand rapidly enough to keep up with demand. The result is that those same market forces that we rely on set off new rounds of price increases. And then we wonder why no one has yet found the answer to the problem of inflation. If this is how we are going to run the system it is time we realized that no one is going to find the answer. There is simply no way in which market economies offering as much freedom of individual action as those we are used to can continue to function properly if they are repeatedly overloaded with excess demand.

Experience is now providing us with hard evidence of the difficulties involved in operating an economy under inflationary conditions. You will recall that a number of years ago when the rate of inflation was still relatively moderate there was a continuing debate about how seriously the problem should in fact be regarded. On one side were those who took the view that the evils of inflation were greatly exaggerated, and that it was better to adjust to it and try to live with it than to face up to the costs of bringing it to an end. On the other side, it was felt by many that if we tried to reconcile ourselves to inflation the process would tend to accelerate over time, since the problem of keeping any given rate of increase in the price level from rising would, after a period of adjustment, become just as great as the problem of avoiding inflation in the first place. Theoretical arguments of this kind, however, are seldom overwhelmingly convincing and, as happens so often in the course of human affairs, we are learning the hard way.

Everyone knows about the redistributional effects of inflation which, serious as they are for those who have lost rather than gained, are nevertheless only part of the story. When the value of money begins to shrink rapidly but at varying and unpredictable rates, the potential damage involved goes well beyond the resulting haphazard and arbitrary pattern of gains and losses in real income and wealth.

The fact of the matter is that the effective functioning of modern industrial societies as we know them depends much more than is generally realized on reasonable predictability of the value of the monetary unit in terms of which contracts are drawn and savings and investment plans

produit pas immédiatement les résultats voulus, et il est difficile d'attendre patiemment sans augmenter de temps à autre la dose de mesures incitatives. L'excès de ces dernières finit par déclencher un essor économique qui atteint un rythme insoutenable. En règle générale, au moment où la nécessité d'atténuer le degré de stimulation se fait sentir, il est déjà trop tard. Ce processus a pour résultat une surchauffe périodique de l'économie, un renforcement de l'inflation et une augmentation des anticipations inflationnistes. Sans prétendre que ces quelques considérations expliquent entièrement comment les pays ont abouti à diverses reprises à surchauffer leur économie, je suis convaincu qu'elles contribuent dans une large mesure à rendre compte du phénomène.

Surchauffer l'économie nous amène à poursuivre des objectifs fondamentalement incompatibles. D'une part, nous tentons de faire fonctionner des économies de marché où les prix et les revenus sont en grande partie déterminés par une multitude de décisions très décentralisées et où le niveau général des prix est déterminé par le jeu de l'offre et de la demande. D'autre part, nous faisons périodiquement tourner nos économies si près des limites de leur capacité que nous sommes condamnés à faire face dans de nombreux secteurs à des situations où la production n'arrive pas à s'accroître au rythme de la demande. Aussi les forces du marché auxquelles nous nous fions sont celles-là mêmes qui déclencheront de nouvelles hausses de prix. Et après nous nous étonnons que personne n'ait encore trouvé la solution au problème de l'inflation! Si telle est la façon dont nous envisageons de faire fonctionner le système, il est temps de conclure que personne ne trouvera de solution. En effet, il n'existe pas de formule qui permette aux économies de marché comportant une aussi large liberté individuelle que celle à laquelle nous sommes habitués de continuer à fonctionner comme il faut quand nous laissons les excès de la demande les surchauffer périodiquement.

L'expérience est en train de nous démontrer combien il est difficile de faire fonctionner une économie dans un climat inflationniste. Vous vous souviendrez qu'il y a quelques années, lorsque le rythme de l'inflation était encore relativement modéré, le débat portait sur l'importance qu'il fallait accorder à ce phénomène. D'un côté, il y avait les tenants de l'opinion selon laquelle on avait tendance à fortement exagérer les conséquences néfastes de l'inflation, et faisait mieux de s'y adapter et de tenter de composer avec elle plutôt que de s'efforcer de consentir de lourds sacrifices pour y mettre fin. Par contre, nombre de personnes étaient d'avis que si nous nous efforcions de nous accommoder de l'inflation, le processus ne ferait que s'accélérer avec le temps puisque toute tentative d'empêcher la hausse des prix de dépasser

are formulated. The results of growing uncertainty about the future value of money can be seen in almost every area of economic behaviour. Rational planning for the future becomes more and more difficult and the risks of undertaking forward commitments – other than those of the shortest possible duration – become greater than ever. Examples abound throughout the world of severe distortions and imbalances that have been introduced into cost and price relationships and of the strains that these are causing.

What, then, are the options for policy in the present situation?

The first thing to be said is that, quite rightly, no country will choose to try the drastic remedy for inflation of deliberately creating whatever degree of slack is required to bring it to a halt in a relatively short time. As I have already indicated, there is though some risk that the current slowdown in world economic activity may go further and last longer than previous periods of cyclical weakness. This could happen because of the urgent need felt by some countries to reduce their balance of payments deficits and the interaction of the efforts of many countries simultaneously to contain inflation. Fortunately, however, there is in all of the major countries a general awareness of the kind of policy responses that could lead to a major economic collapse and a strong desire to ensure that member countries of the international trading community refrain from such actions. Indeed, although some countries are restricted in what they can do about their balance of payments deficits, most of them have policy readjustments in train which are designed to limit further declines in economic activity and which will, I hope, lead before long to some renewal of economic growth.

On the other hand, I see no way out of the current predicament of industrial economies that will not involve, for the immediate future at least, both a continuation of inflation and a slower rate of economic growth than that experienced up until quite recently. Things have gone too far for that. The inflationary process has now acquired too much momentum. Since drastic remedies are not acceptable, the only reasonable course is to try to cool off inflation gradually over a period of years by running our economies at levels that involve continued expansion but that stop short of pressing against capacity limitations. It will be difficult to steer such a course but the stakes are high. The co-operation of all the various groups in society in limiting their demands to magnitudes that are consistent with some decline in inflation rates will be needed, and anything that can be done to encourage such co-operation will be useful.

un rythme donné deviendrait, après quelque temps, une opération aussi difficile que l'aurait été la tentative d'éliminer l'inflation au départ. En tout état de cause, des arguments théoriques de ce genre sont rarement tout à fait convaincants et, comme il arrive si souvent dans l'histoire de l'humanité, nous en sommes pour le moment à la dure école de l'expérience.

Chacun sait que l'inflation a pour effet une forme de redistribution du revenu qui, quelque dommageable qu'elle soit pour les perdants, ne constitue qu'un des aspects du problème. Lorsque la valeur de la monnaie commence à s'effriter à un rythme à la fois rapide, variable et imprévisible, le préjudice qui peut en découler est bien plus important que les seuls gains ou pertes aléatoires et arbitraires qui en résultent en termes de revenu et de richesse réels.

En réalité, le fonctionnement efficace des sociétés industrielles telles que nous les connaissons aujourd'hui dépend beaucoup plus qu'on ne s'en rend généralement compte d'une certaine prévisibilité de la valeur de l'unité monétaire, laquelle sert de référence dans la rédaction des contrats et la planification de l'épargne et des placements. Les conséquences d'une incertitude croissante quant à la valeur future de la monnaie peuvent être observées à presque tous les niveaux du comportement économique. La planification rationnelle de l'avenir devient de plus en plus difficile et tout engagement à terme, sauf s'il est de durée très courte, devient plus hasardeux que jamais. Il ne manque pas à travers le monde d'exemples de graves distorsions et de sérieux déséquilibres qui ont été introduits dans les rapports entre les prix et les coûts, ni d'exemples des tensions qui en résultent.

Quel est donc le choix de politiques auquel on peut faire appel dans la conjoncture actuelle?

Disons tout de suite qu'aucun pays n'aura recours – avec raison d'ailleurs – à la solution draconienne d'essayer de provoquer délibérément la décélération économique nécessaire pour juguler l'inflation dans un laps de temps relativement court. Comme je l'ai mentionné précédemment, nous courons toutefois le risque que le ralentissement actuel de l'activité dans le monde ne s'aggrave davantage et ne dure plus longtemps que les périodes de faiblesse conjoncturelle que nous avons connues dans le passé. Cette éventualité pourrait résulter du besoin pressant qu'éprouvent certains pays de réduire le déficit de leur balance des paiements et de l'interaction des efforts déployés simultanément par de nombreux pays en vue de contenir l'inflation. Heureusement, toutefois, dans tous les grands pays on est très conscient du fait que certaines mesures sont susceptibles de provoquer une crise économique et on souhaite ardemment trouver le moyen d'assurer que les grands pays commerçants s'abstiennent de prendre de telles mesures. De fait, bien qu'un cer-

I have deliberately discussed these broad economic policy issues in the context of the industrial countries as a group because they are common problems. Now I want to turn more specifically to the Canadian scene. In his budget last week the Minister of Finance dealt with fiscal policy and the fiscal position of the Government. I will focus my remarks on the recent evolution of monetary policy.

As you will remember, the opening months of 1973 marked the beginning of a gradual shift in the posture of monetary policy in Canada. The change was aimed at moving in an orderly way to more moderate and sustainable rates of monetary growth. Over the course of the next 18 months interest rates in Canada kept moving upward to progressively higher levels. This reflected the interplay of the Bank of Canada's less accommodative policy stance, the strength of the credit demands generated by a booming Canadian economy, and the pressure of sharply rising interest rates abroad.

Although it took some time, I believe we were successful in bringing about a change in the monetary climate that offered considerable resistance to a continuation of excessive demand pressure on the economy. This objective was reached without the disruptive effects of a "credit crunch", although the downward adjustment in bond prices last spring was certainly sharper than one would normally wish to see.

Until the latter part of the summer it was our judgment that the readings we were getting from the main economic and financial indicators – though suggestive of a gradual slackening of demand pressures in the economy – did not yet add up to a persuasive case for a relaxation of the stance of monetary policy. During the course of the summer, however, the weight of the evidence was shifting. There were mounting indications that the growth of aggregate demand in Canada was slowing: although the outlook for plant and equipment expansion remained strong, housing starts were declining sharply and there were increasing grounds for expecting our exports to be affected by the developing weakness of economic activity in the outside world. In the monetary and banking field, private holdings of currency and bank deposits, including savings and time deposits, continued to expand quite rapidly, but year-on-year monetary growth as measured by the narrowly-defined money supply, currency and demand deposit balances, was falling to quite low levels. In recent months there has also been evidence that the demand for bank loans has moderated.

In the circumstances we reached the conclusion that the time had come

tain nombre de pays ne puissent faire que peu de choses en ce qui concerne le déficit de leur balance des paiements, la plupart ont mis en œuvre des politiques visant à limiter le ralentissement de l'économie et à provoquer, assez bientôt je l'espère, une certaine relance de la croissance économique.

Par contre, je ne vois pas comment, dans un avenir immédiat du moins, les pays industrialisés pourront s'en tirer sans accepter une continuation de l'inflation d'une part, un ralentissement de la croissance économique plus marqué que celui qu'ils enregistraient tout récemment encore d'autre part. Il est trop tard maintenant pour qu'il en soit autrement, car le processus inflationniste a déjà acquis trop d'élan. Étant donné que les mesures drastiques sont inacceptables, la seule solution raisonnable consiste à essayer de tempérer progressivement l'inflation pendant quelques années en faisant tourner l'économie à un rythme qui lui permette de poursuivre sa croissance, sans toutefois toucher aux limites de la capacité de production. Il ne sera pas facile de naviguer dans ce passage étroit, mais il s'agit d'une entreprise dont l'enjeu est de taille. Pour la mener à bien, il faudra que toutes les couches de la société coopèrent en réduisant leurs dépenses à des niveaux compatibles avec une certaine diminution de l'inflation, et tout ce qui peut stimuler une telle coopération servira le bien commun.

J'ai choisi de traiter de ces grandes questions de politique économique en me référant aux seuls pays industrialisés puisqu'ils ont des problèmes communs. Je voudrais maintenant examiner de plus près la conjoncture au Canada. La semaine dernière, le ministre des Finances a abordé, dans son budget, la politique fiscale et la situation financière du gouvernement. Je me propose donc de circonscrire mes commentaires à l'évolution récente de la politique monétaire.

Comme vous vous en souvenez, les premiers mois de 1973 avaient marqué le début d'une modification progressive de l'orientation de la politique monétaire au Canada. Ce changement visait à amener, d'une façon ordonnée, l'expansion monétaire à reprendre un rythme plus modéré et plus soutenable. Au cours des 18 mois suivants, les taux d'intérêt au Canada n'ont pas cessé d'augmenter graduellement. Cette évolution a été la résultante de l'orientation moins expansionniste de la politique monétaire de la Banque du Canada, de la vigueur de la demande de crédit au sein d'une économie en plein essor et de la pression attribuable au vif renchérissement du loyer de l'argent à l'étranger.

Bien que notre objectif n'ait pas été atteint du jour au lendemain, je crois que nous avons réussi à modifier le climat monétaire de façon à considérablement freiner l'excès de la demande. Nous avons atteint cet objectif tout en

for an adjustment in the posture of monetary policy. The high water mark for interest rates in this country was reached about three months ago, that is, towards the end of August, and since that time market interest rates have moved to lower levels. In some areas of the interest rate structure, particularly yields on Government of Canada securities, the change has been substantial. A sharp decline in interest rates in the United States contributed to the downward adjustment of Canadian rates, but other important factors have been some easing of domestic credit demands and the operations of the Bank of Canada, which have allowed the chartered banks to restore some of their depleted liquidity. In recognition of the change in market interest rate levels the Bank of Canada reduced the Bank Rate on 15 November, the date on which the new Canada Savings Bonds were withdrawn from sale. Deposit and lending rate reductions have also been announced by the chartered banks and other private financial institutions.

This recent adjustment in monetary policy should not be misunderstood. It does not mean that we have suddenly abandoned the effort to help bring inflation under reasonable control by keeping the pace of monetary expansion within the bounds of moderation. That objective remains of paramount importance. What this policy adjustment does mean is that we have recognized the appearance of influences in the environment tending to weaken aggregate demand and real economic growth.

In our judgment, the aim of monetary policy should be to maintain rates of monetary growth that are consistent both with continued economic expansion and a slowing of the pace of inflation. Interest rates must be allowed to adjust – upward as well as downward – whenever this is required to keep the pace of monetary growth within these limits. While there will always be external influences beyond our own control, a willingness to act with patience and moderation is essential if we are to work our way back to a healthier balance in the economy.

évitant les bouleversements qu'aurait entraînés un resserrement brutal du crédit, même si le marché obligataire a accusé au printemps dernier un fléchissement plus marqué qu'on ne l'aurait normalement souhaité.

Jusque vers la fin de l'été, nous avons jugé que les enseignements fournis par les principaux indicateurs économiques et financiers, qui pourtant faisaient état d'une atténuation progressive des pressions de la demande, ne justifiaient pas encore un assouplissement de notre politique monétaire. Toutefois, déjà pendant l'été, les indicateurs devenaient plus convaincants. Les symptômes d'un ralentissement dans la croissance de la demande globale au Canada se faisaient plus nombreux; si les perspectives d'expansion des dépenses d'investissement en outillage et équipement demeuraient bonnes, les mises en chantier de logements par contre baissaient fortement et il y avait de plus en plus lieu de penser que nos exportations allaient se ressentir du déclin continu de l'activité économique à l'étranger. Sur les plans monétaire et bancaire, la monnaie hors banques et les dépôts du secteur privé dans les institutions bancaires, y compris les dépôts d'épargne et les dépôts à terme, ont continué d'augmenter assez rapidement, tandis que le taux annuel de croissance de la masse monétaire au sens strict, soit de l'ensemble de la monnaie en circulation et des dépôts à vue, tombait à des niveaux relativement bas. Ces derniers mois, la demande de crédit bancaire a aussi affiché des signes de modération.

Dans ces circonstances, nous en sommes arrivés à la conclusion que le moment était venu d'apporter un ajustement à l'orientation de la politique monétaire. Les taux d'intérêt ont atteint leur point culminant au Canada il y a trois mois environ, c'est-à-dire vers la fin d'août, et depuis lors les taux d'intérêt ont fléchi sur le marché. Pour certains taux d'intérêt, notamment le rendement des titres du gouvernement canadien, la modification a été considérable. Une nette régression du loyer de l'argent aux États-Unis a contribué à faire baisser les taux canadiens, mais d'autres facteurs ont également joué en ce sens, notamment un certain ralentissement de la demande de crédit dans notre pays, et les opérations de la Banque du Canada, qui ont permis aux banques à charte d'améliorer quelque peu leur situation de liquidité. Tenant compte de l'évolution des taux d'intérêt sur les marchés financiers, la Banque du Canada a réduit son taux d'escompte le 15 novembre, date à laquelle il a été mis fin à la vente de la plus récente série d'Obligations d'épargne du Canada. Les banques à charte et les autres institutions financières ont aussi annoncé des réductions de leurs taux d'intérêt débiteurs et créditeurs.

Il convient de ne pas se méprendre sur le sens du réajustement de la politique monétaire. Il ne signifie nullement que nous ayons subitement renoncé

à nous efforcer de contenir raisonnablement l'inflation en confinant l'expansion monétaire dans les limites de la modération. Cet objectif demeure primordial. Le réajustement signifie tout simplement que nous avons observé l'arrivée sur la scène économique de facteurs qui tendent à atténuer la demande globale et la croissance économique réelle.

À notre avis, la politique monétaire devrait avoir pour objectif de maintenir la croissance monétaire à un rythme compatible à la fois avec une poursuite de l'expansion économique et avec un ralentissement de l'inflation. Les taux d'intérêt doivent pouvoir s'ajuster – dans un sens ou dans l'autre – toutes les fois qu'une modification de ce genre est nécessaire au maintien de l'expansion monétaire dans les limites mentionnées précédemment. S'il est vrai qu'il existera toujours des facteurs d'origine extérieure échappant à notre contrôle, il n'en demeure pas moins que nous devrons user de patience et de modération si nous voulons œuvrer au rétablissement d'un équilibre plus sain dans l'économie canadienne.

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

29 November 1974

The Bank of Canada announced today that the minimum secondary reserve ratio of the chartered banks was being reduced from 8 per cent to 7 per cent, effective in December 1974.

As defined in the Bank Act, the secondary reserves of a chartered bank are its holdings of Government of Canada treasury bills and day-to-day loans to investment dealers plus that part of its holdings of notes of, or deposits with, the Bank of Canada which is in excess of the minimum cash reserve requirement. The secondary reserve ratio expresses, in terms of a percentage of a chartered bank's Canadian dollar deposit liabilities, the amount of secondary reserves that it is required to hold on average during a month.

The Governor of the Bank of Canada, Mr. Gerald K. Bouey, said that the Bank of Canada did not want to keep the secondary reserve requirement any higher than necessary, and that circumstances had become favourable for a reduction in it by virtue of the large increase in the bank balances of the Government of Canada arising from sales of Canada Savings Bonds.

The Governor stated that this action in itself should not be interpreted as a significant move in the direction of easing monetary policy. While the immediate effect will be an increase in the free liquid asset holdings of the chartered banks, the Governor noted that the impact of today's action on bank liquidity is being substantially offset through the Bank of Canada's cash reserve management and open market operations. This involves the transfer of Government of Canada bank balances from the chartered banks to the Bank of Canada, with the effect of these transfers on the cash reserves of the banking system being offset through Bank of Canada purchases of treasury bills.

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 29 novembre 1974

La Banque du Canada a annoncé aujourd'hui un abaissement du coefficient minimum des réserves secondaires des banques à charte, qui passe de 8% à 7% à partir de décembre 1974.

Selon la définition contenue dans la Loi sur les banques, les réserves secondaires d'une banque à charte comprennent ses avoirs en bons du Trésor du gouvernement canadien, ses prêts au jour le jour aux négociants en valeurs mobilières, plus la portion des billets de la Banque du Canada et des dépôts auprès de la Banque du Canada qui excède le montant obligatoire des réserves-encaisse. Le coefficient des réserves secondaires, exprimé en pourcentage du passif-dépôts en dollars canadiens des banques à charte, détermine le montant moyen que celles-ci sont tenues de maintenir au cours d'un mois à titre de réserves secondaires.

Le Gouverneur de la Banque du Canada, M. Gerald K. Bouey, a déclaré que la Banque ne désirait pas maintenir le coefficient des réserves secondaires à un niveau plus élevé que nécessaire, et que la conjoncture née de l'accroissement considérable des dépôts bancaires du gouvernement canadien résultant des ventes d'Obligations d'épargne du Canada militait en faveur d'une telle réduction.

Le Gouverneur a précisé qu'en elle-même cette décision ne devait pas être interprétée comme un pas significatif vers un assouplissement de la politique monétaire. Bien que cette mesure doive se traduire par un accroissement immédiat des avoirs liquides libres des banques à charte, de noter le Gouverneur, son incidence sur la liquidité des banques est en grande partie compensée par la politique de gestion des réserves-encaisse et par les opérations d'open market de la Banque du Canada. Cette compensation comporte un transfert de dépôts du gouvernement canadien, des banques à charte à la Banque du Canada, mais cette dernière en compensera les effets sur les réserves-encaisse du système bancaire par des achats de bons du Trésor.