Recent labour market developments

L'évolution récente du marché du travail

During 1973 and much of 1974 employment grew at an extraordinarily rapid pace in Canada. The unemployment rate remained high by historical standards but other indicators of labour market conditions pointed to considerable tightness in job markets. Also, major sectors of the economy experienced unusually high levels of industrial capacity utilization through much of the period.* High levels of demand and economic activity in Canada and other major industrial countries, together with a number of adverse developments on the supply side (most of which also occurred in a world-wide context), led to rapidly rising prices. In the Canadian labour market, these developments were reflected in greater worker unrest, more time lost through disputes and the emergence of an unstable and rapidly escalating wage and salary structure.

In recent months the over-all pressure of demand on the economy has been slackening in response to the pronounced slowing of economic activity abroad and weakness in some sectors of domestic demand. Despite the absence of growth in real GNP in Canada in the second and third quarters of 1974, employment continued to rise, although not as rapidly as earlier. Labour force growth also slackened somewhat, but the seasonally adjusted unemployment rate rose in the closing months of the year. With the levelling off of output, the unfavourable trend of productivity that had emerged earlier as operating conditions tightened has become more pronounced. At the same time, the tendency for wage and salary increases to escalate has intensified in recent months. The combination of rapidly rising pay scales and a deterioration in over-all productivity performance has led to sharp increases in labour costs per unit of output.

Le Canada a enregistré en 1973 et pendant la plus grande partie de 1974 une croissance de l'emploi extraordinairement rapide. Le taux de chômage est demeuré élevé comparativement aux niveaux atteints dans le passé, tandis que d'autres baromètres révélaient l'existence de tensions considérables sur le marché du travail. De plus, pendant la plus grande partie de cette période, les principaux secteurs de l'économie ont connu un taux exceptionnel d'utilisation des capacités de production*. La vigueur de la demande et de l'activité économique au Canada comme dans d'autres grands pays industriels, jointe à un certain nombre de facteurs défavorables observés sur le plan de l'offre (lesquels, pour la plupart, revêtaient une dimension mondiale), a entraîné une hausse rapide des prix. Cette évolution a eu pour conséquence, sur le marché du travail canadien, d'accroître le mécontentement des travailleurs, d'augmenter le temps perdu par suite de conflits du travail et de faire apparaître des échelles de rémunération instables et en hausse rapide.

Ces derniers mois, le ralentissement marqué de l'activité économique à l'étranger et la faiblesse de certains éléments de la demande intérieure ont amené une atténuation de la pression générale exercée par la demande sur l'économie. Bien que, en termes réels, le P.N.B. n'ait pas marqué de progrès au Canada au cours des deuxième et troisième trimestres de 1974, l'emploi a continué d'augmenter, mais à une cadence moindre. Malgré une légère baisse du rythme de croissance de la population active, le taux de chômage désaisonnalisé a progressé pendant les derniers mois de l'année. Le plafonnement de la production est venu renforcer l'évolution défavorable de la productivité qu'avait déclenchée l'élévation des taux de marche. Au même moment, la tendance à la hausse des salaires et des traitements s'est fortement accentuée. La conjonction d'un accroissement rapide des échelles de rémunération et d'une détérioration de la productivité globale s'est traduite par une vive augmentation des coûts de main-d'œuvre par unité produite.

Labour demand and supply

The very large increases in employment during the past two years stand out in relation to the more moderate gains during 1971 and 1972. As the economy moved up to very high operating rates in early 1973, gains in output were increasingly associated with a strong expansion in the number of persons employed. Total employment increased at the unprecedented rate of 5.2 per cent in 1973. Employment of young people expanded particularly strongly, though there was also a considerable increase for adult women and an above-average gain for adult men. In 1974 total employment averaged about 4¼ per cent above the year earlier level, though its growth slackened in the course of the year; over the last three quarters of 1974, the annual rate of increase averaged about 3 per cent.

The recent pattern of employment appears to have been one of persisting buoyancy across a broad range of industries but with evidence of weakness in certain areas. In the forestry industry employment has declined in response to the slump in housebuilding in the United States and more recently in Canada. The effect of the decline in Canadian housing starts on construction employment has been at least partly offset by the continued strength of non-residential construction. In the automobile industry the sharp drop in sales in the United States, combined with a recent weakening of demand in Canada, has led to extensive lay-offs.

The labour force also grew much more rapidly during the past two years than during the earlier part of the economic expansion, though its growth too has slowed recently. In 1973 the labour force grew by nearly 4½ per cent and in 1974 its growth was still around 4 per cent. Although the growth of the labour force has been influenced by such underlying demographic factors as the entry into the labour force of children born during the postwar baby boom and by secular trends in labour force participation, the more rapid growth during the past two years has reflected increased immigration and an unusually sharp increase in labour force participation (see Chart I).

Immigration is influenced by a variety of factors but past experience indicates that the strength of demand for labour in Canada plays a significant role. Data on the total number of immigrants and on the number who state they plan to enter the labour force have been somewhat distorted by the Adjustment of Status Program and other special administrative measures. However it does appear that higher immigration was

La demande et l'offre de travail

La très forte progression de l'emploi ces deux dernières années tranche avec l'augmentation plus modeste enregistrée en 1971 et en 1972. L'économie ayant atteint, début 1973, des taux de marche extrêmement élevés, l'essor de la production a entraîné de plus en plus une forte expansion des effectifs. Ainsi en 1973, l'emploi total s'est accru au rythme sans précédent de 5.2%. Cet accroissement s'est révélé particulièrement fort pour les jeunes, mais il a également été considérable dans le cas des femmes adultes, et supérieur à la normale dans le cas des hommes adultes. En 1974, le nombre moyen de personnes ayant un emploi a dépassé d'environ 4¼% celui de l'année précédente, et ce, bien que le rythme de progression eût diminué au cours de l'année; sur les trois derniers trimestres de 1974, la progression moyenne a été d'environ 3%.

La situation de l'emploi semble avoir été caractérisée ces derniers temps par une fermeté persistante dans nombre de secteurs, mais des signes de faiblesse se sont manifestés dans certains autres domaines. Ainsi, l'emploi a fléchi dans l'industrie forestière à la suite du ralentissement marqué de la construction résidentielle aux États-Unis d'abord, puis au Canada. L'influence défavorable exercée sur le volume de l'emploi dans le secteur du bâtiment par la diminution des mises en chantier de logements au Canada a été, du moins en partie, compensée par la vigueur soutenue de la construction non résidentielle. Dans l'industrie automobile, la chute des ventes aux États-Unis, conjugée à l'affaiblissement récent de la demande au Canada, a entraîné de nombreuses mises à pied.

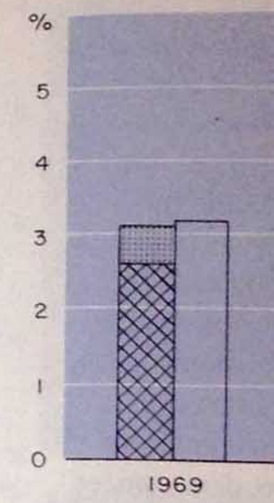
La croissance de la population active s'est aussi fortement accélérée au cours des deux dernières années par rapport à la phase précédente du cycle d'expansion économique, encore qu'elle se soit également ralentie ces derniers temps. Après s'être accrue de près de 4½% en 1973, la population active a augmenté de 4% en 1974. Si cette progression a été influencée par des facteurs démographiques fondamentaux, tels que l'arrivée sur le marché du travail de la génération issue de l'explosion des naissances d'après-guerre, et par les tendances à long terme du taux d'activité, l'accélération observée ces deux dernières années s'explique aussi par l'accroissement de l'immigration et par la hausse exceptionnelle du taux d'activité (voir Graphique I).

L'immigration dépend d'un grand nombre de facteurs, notamment la vigueur de la demande de main-d'œuvre au Canada dont on connaît le rôle considérable. Les statistiques relatives à l'immigration et au nombre d'immigrants exprimant l'intention de travailler sont quelque peu faussées par les résultats du Programme de rectification du statut et par d'autres mesures

Chart I Labour f
Graphique I Popu

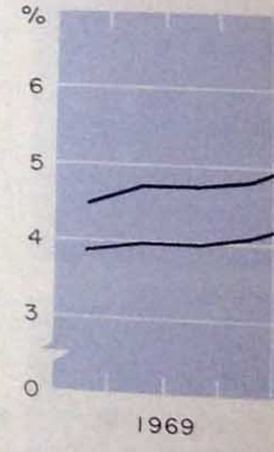
Labour force and empl
Population active et emp

Annual percentage incr



Unemployment rate
Taux de chômage

Quarterly seasonally ad



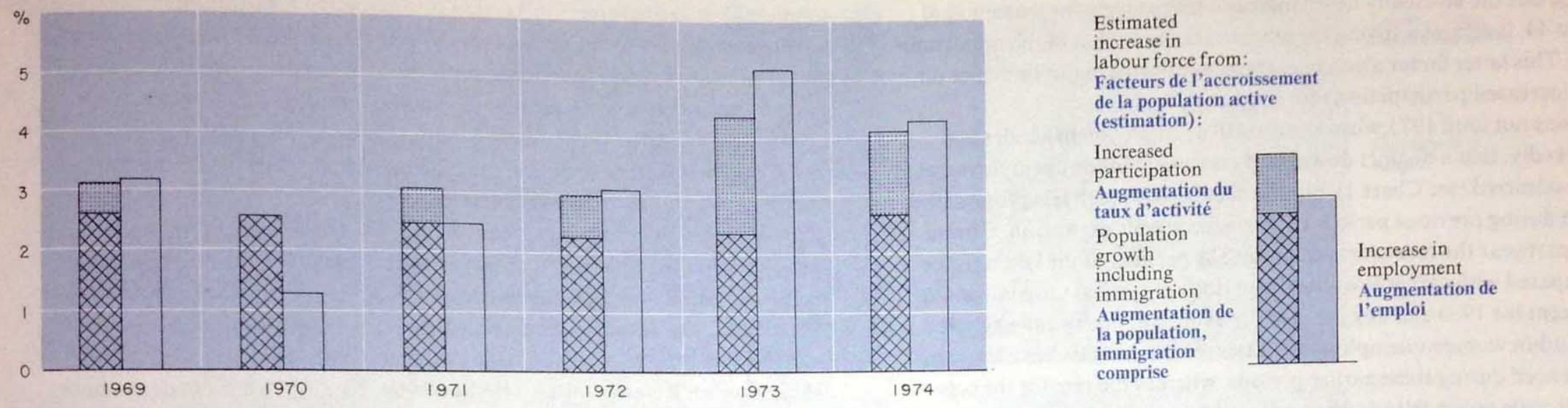
the main factor in th
increase in the labou

The most significan
force has been the ma
people and adult wo
slowing in the rise (se

Chart I Labour force, employment and unemployment
Graphique I Population active, emploi et chômage

Labour force and employment
Population active et emploi

Annual percentage increase **Taux d'accroissement annuel**



Estimated increase in labour force from:
Facteurs de l'accroissement de la population active (estimation):

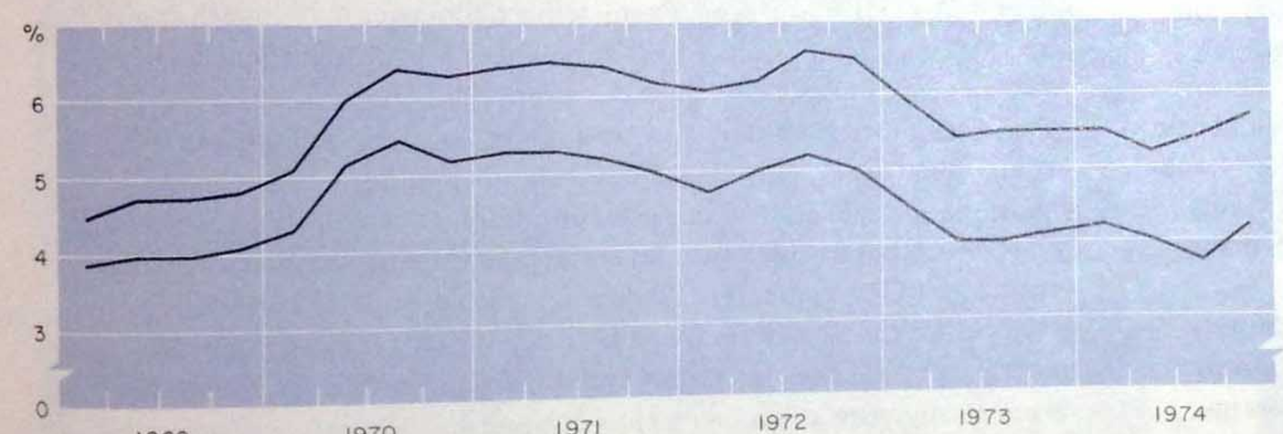
Increased participation
Augmentation du taux d'activité

Population growth including immigration
Augmentation de la population, immigration comprise

Increase in employment
Augmentation de l'emploi

Unemployment rate
Taux de chômage

Quarterly seasonally adjusted **Données trimestrielles désaisonnalisées**



Total
Total

Men: aged 25 and over
Hommes de 25 ans ou plus

the main factor in the larger contribution of population growth to the increase in the labour force during the past year or two.

The most significant factor, however, in the large gains in the labour force has been the marked increase in the participation rates of young people and adult women, though more recently there has been some slowing in the rise (see Chart II). Changing attitudes on the role of wom-

administratives spéciales. Toutefois, il semble que l'accroissement de l'immigration a été le principal facteur expliquant que la part de la croissance démographique dans l'augmentation de la population active des quelque deux dernières années se soit accrue.

Quoi qu'il en soit, la cause principale de cette augmentation considérable de la population active réside dans la hausse marquée du taux d'activité chez

en in society appear to have contributed to the rise in their participation rates, but the unusually sharp increase, particularly for women aged 25 to 44, indicates a strong response to the expansion of job opportunities. This latter factor also appears to have been a major influence on the increased participation rate of young people.

It was not until 1973, when the growth of employment accelerated markedly, that a distinct downward movement in the unemployment rate occurred (see Chart I), but the decline was much less pronounced than during previous periods of strong economic expansion. During the past year the rate averaged about 5½ per cent of the labour force compared with earlier lows during periods of cyclical upswing of 4¾ per cent for 1969 and 3½ per cent for 1966. For both young people and adult women unemployment rates remained well above levels experienced during these earlier periods, whereas the rate for the core adult male group fell to a level only moderately higher than in the mid-1960s. Recently, with the slowing of the growth of employment, the over-all unemployment rate on a seasonally adjusted basis has increased to 6.1 per cent in December.

In contrast to the stickiness of the over-all measured unemployment rate, both the quarterly index of newspaper help-wanted advertising and statistics on job vacancies indicated a strong upward trend in unsatisfied demand for labour (see Chart III). The help-wanted index rose steadily from the third quarter of 1971 to the third quarter of 1974, substantially surpassing the 1965–66 cyclical peak. The quarterly survey of job vacancies has consistently shown year-to-year increases in the number of unfilled jobs.

The fact that unemployment, as measured, continued at a relatively high level during a period of buoyancy in the economy and vigorous expansion of job opportunities strongly suggests that the factors influencing unemployment have been changing in recent years. A given rate of unemployment obviously does not denote the same degree of ease or tightness in labour markets as formerly. Indeed, it is clear that under the conditions that have prevailed, the labour market was relatively tight with a measured over-all unemployment rate as high as 5½ per cent.

Given the complex nature of labour market processes, it would be surprising if this apparent anomaly had a simple explanation. In fact a number of elements, in all probability not operating independently of each other, may be discerned.

les jeunes et chez les femmes adultes, encore qu'un certain ralentissement se soit manifesté ces derniers mois (voir Graphique II). L'évolution de l'opinion publique sur le rôle social de la femme a certes contribué à faire entrer une plus grande proportion de femmes sur le marché du travail, mais la forte progression enregistrée, en particulier chez les femmes de 25 à 44 ans, donne à penser que l'élargissement des possibilités d'emploi les a grandement attirées. Ce dernier facteur semble avoir également joué un rôle déterminant dans la hausse du taux d'activité chez les jeunes.

Ce n'est qu'en 1973, année caractérisée par une nette accélération de la hausse de l'emploi, qu'on a pu observer un recul appréciable du taux de chômage (voir Graphique I). Cette baisse a néanmoins été beaucoup moins sensible qu'au cours des périodes précédentes de vive expansion économique : l'année dernière, le taux de chômage s'est établi à un taux moyen d'environ 5½%, alors qu'il était tombé à 4¾% en 1969 et à 3½% en 1966, deux années d'apogée du cycle conjoncturel. Dans le cas des jeunes et des femmes de 25 ans ou plus, le taux de chômage est demeuré bien supérieur aux niveaux enregistrés au cours des périodes susmentionnées, tandis que pour les hommes adultes, principale composante de la population active, il descendait presque au niveau de 1965–66. Dernièrement, alors que le rythme de croissance de l'emploi faiblissait, le taux de chômage global désaisonnalisé a augmenté pour s'établir à 6.1% en décembre.

Contrastant avec la ténacité du taux de chômage global indiqué par les statistiques, l'indice trimestriel des offres d'emploi publiées dans les journaux et les données sur le nombre de postes disponibles ont témoigné des difficultés croissantes éprouvées par les entrepreneurs pour pourvoir aux postes vacants (voir Graphique III). L'indice des offres d'emploi s'est élevé régulièrement du troisième trimestre de 1971 au troisième trimestre de 1974, dépassant sensiblement le sommet cyclique atteint en 1965–66. Quant aux enquêtes trimestrielles sur les emplois disponibles, elles ont révélé régulièrement une augmentation du nombre de postes vacants d'année en année.

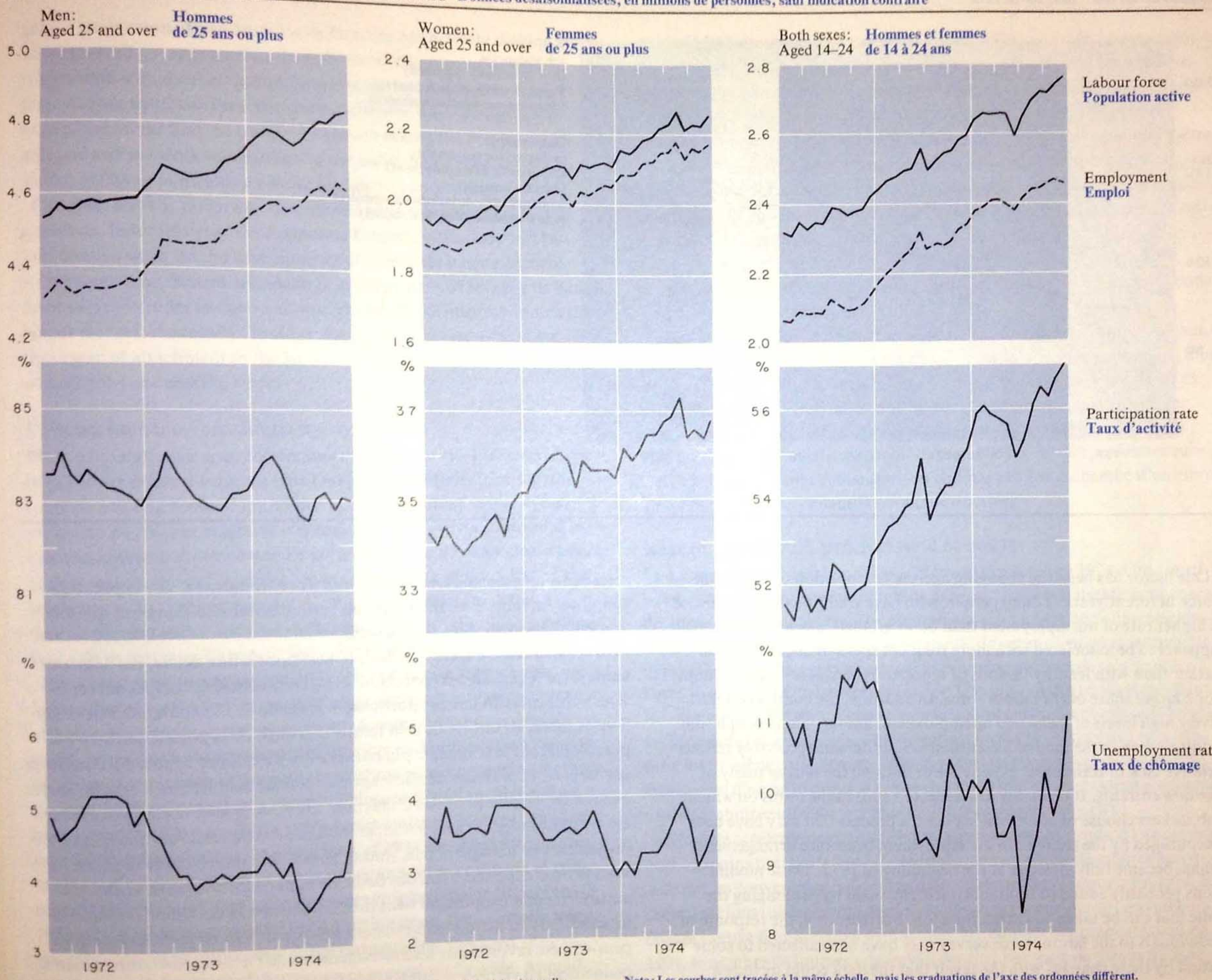
La persistance d'un chômage relativement important qu'accusent les statistiques, en dépit de la vigueur de l'économie et de l'accroissement des possibilités d'emploi, laisse à penser que les éléments générateurs de sous-emploi ont évolué depuis quelques années. Tel taux de chômage qui indiquait naguère un certain état de tension ou d'aisance sur le marché du travail ne peut visiblement plus être interprété de la même manière aujourd'hui. Ainsi, dans les conditions observées ces derniers temps, le marché du travail était manifestement assez tendu, malgré un taux de chômage global de 5½%.

Étant donné la complexité des mécanismes régissant le marché du travail,

Chart II Labo
Graphique II
Seasonally adjusted
Men:
Aged 25 and
5.0
4.8
4.6
4.4
4.2
%
85
83
81
%
6
5
4
3
1972
Note: The scales in the c

Chart II Labour force, employment and unemployment: major groupings
Graphique II Population active, emploi et chômage, par grande catégorie

Seasonally adjusted, millions of persons unless otherwise indicated **Données désaisonnalisées, en millions de personnes, sauf indication contraire**

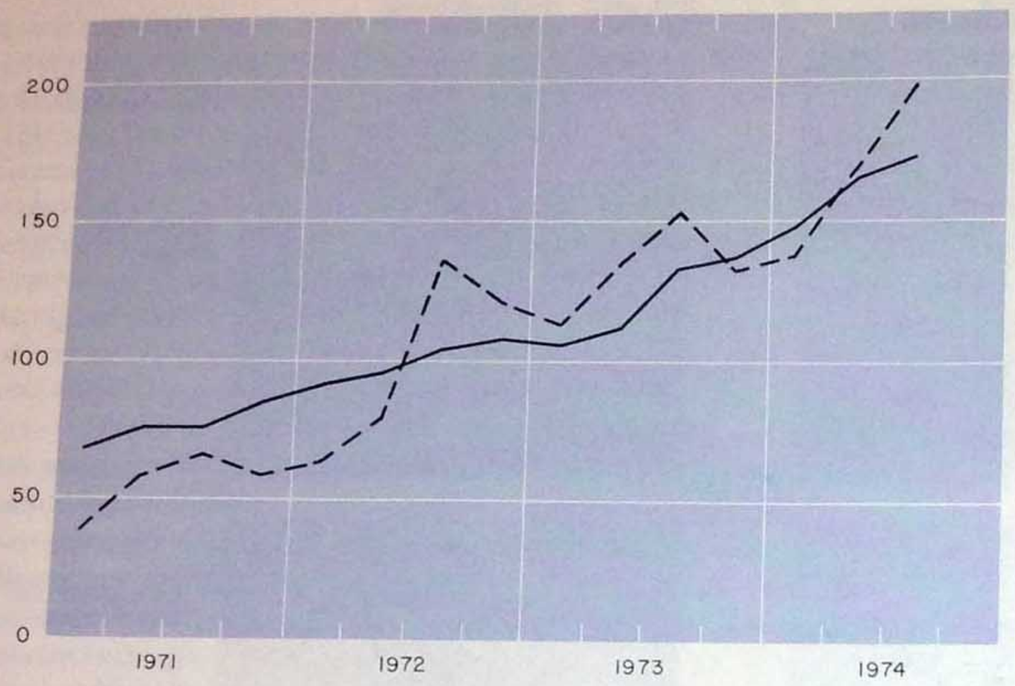


Note: The scales in the chart for different age and sex groups are the same but do not match horizontally.

Nota: Les courbes sont tracées à la même échelle, mais les graduations de l'axe des ordonnées diffèrent.

Chart III Measures of unsatisfied demand for labour
Graphique III Indices des offres d'emploi non satisfaites

Indexes 1972 = 100 **Base 100 en 1972**



Full-time
job vacancies
(not seasonally adjusted)
Postes à temps plein à pourvoir
(données non désaisonnalisées)

Help wanted
(adjusted for seasonality
and growth of employment)
Offres d'emploi
(corrigées des variations saisonnières
et de l'augmentation de l'emploi)

One factor has been the changing age-sex composition of the labour force in recent years. Young people, who have traditionally experienced a higher rate of unemployment than other groups – a characteristic that appears to be associated with more frequent spells of unemployment rather than with lengthy periods of reported joblessness – now account for a larger share of the labour force. In addition, the continued relatively high levels of measured unemployment among young people and adult women in the face of unsatisfied labour demand probably reflects relative lack of training or experience or both on the part of many of the new entrants. It probably also reflects a shift in the terms on which job seekers choose to offer their services, a process that may have been encouraged by the changes in unemployment insurance arrangements which became fully effective at the beginning of 1972. These modifications probably added to frictional unemployment by prolonging the time that can be taken to search for a job. Furthermore, the response of individuals to the labour force survey may have been affected to some extent by these changes with the result that the data could include a

cette contradiction apparente ne saurait s'accommoder d'une explication simpliste. En fait, on peut dégager un certain nombre d'éléments, qui sont vraisemblablement interdépendants.

Un premier facteur a été l'évolution de la population active, ces dernières années, sur le plan de la répartition selon l'âge et le sexe. Les jeunes représentent maintenant une proportion plus grande de la population active que dans le passé. Ils ont été de tout temps le groupe de la population active le plus touché par le chômage, phénomène qui s'explique semble-t-il davantage par les courtes périodes de chômage que connaissent fréquemment les jeunes que par de longues périodes d'inaction. De plus, le taux encore relativement élevé du chômage chez les jeunes et les femmes adultes, alors que les emplois disponibles ne manquent pas, traduit sans doute un certain manque de formation ou d'expérience, ou des deux, de la part des nouveaux venus. Un autre élément d'explication tient probablement aux conditions auxquelles les candidats au travail assujettissent désormais leur engagement, ce qui a peut-être été favorisé par les aménagements de l'assurance-chômage entrés pleinement en vigueur au début de 1972. Augmentant la durée de la période

greater proportion o
More generally, it ap
conjunction with the
force is made up of w
family, has meant th
able and seeking wo
shifted in favour of a

Currently work is u
questions. Later this
publishing a study o
At the same time, St
force survey in orde
labour market; the r
the degree of attach
without jobs and se

Labour income

Wage and salary inc
in consumer prices

continued strong de
ployers to pay high
this development. A
of changes in avera
acceleration. In the
than 12 per cent ab
year gain of just ov

The acceleration i
foreshadowed by th
collective bargainir
to new highs and w
of labour. The num
ten months of 1974
in any previous ful
negotiated during
in base pay rates a
tracts. This compa
1973 and less than
was upward—wag
per cent— and the

greater proportion of persons who, in fact, are not actively seeking work. More generally, it appears that the provision of improved benefits in conjunction with the fact that an increasing proportion of the labour force is made up of workers who are not the sole wage earner in the family, has meant that the trade-off between taking the first job available and seeking work more suited to the individual's expectations has shifted in favour of awaiting a more attractive opportunity.

Currently work is underway that should shed more light on these questions. Later this year the Economic Council of Canada will be publishing a study on the determinants of aggregate unemployment. At the same time, Statistics Canada is in the process of revising its labour force survey in order to derive more comprehensive information on the labour market; the results should permit a more precise assessment of the degree of attachment to the labour force of those persons reported without jobs and seeking work.

Labour income, productivity and costs

Wage and salary increases accelerated markedly in 1974. The rapid rise in consumer prices during the past two years, especially for food, the continued strong demand for labour and the apparent ability of employers to pay higher wages on the basis of rising profits contributed to this development. Average weekly earnings, though not an ideal measure of changes in average pay scales, give an indication of the extent of the acceleration. In the third quarter of 1974 they were running more than 12 per cent above the year earlier level compared with a year-over-year gain of just over 7 per cent for 1973 (see Chart IV).

The acceleration in average weekly earnings during the past year was foreshadowed by the earlier trend of wage settlements under major new collective bargaining agreements. In 1974, wage demands escalated to new highs and were accompanied by increased militancy on the part of labour. The number of man-days lost through strikes during the first ten months of 1974 reached a record of close to 9 million, higher than in any previous full year. Wage settlements under major new contracts negotiated during the first three quarters of 1974 provided for increases in base pay rates averaging 13 per cent per annum over the life of contracts. This compares with increases averaging just under 10 per cent in 1973 and less than 8 per cent in 1972. Furthermore, the quarterly trend was upward—wage settlements in the third quarter averaged 14½ per cent— and the range of increases was exceptionally wide. Annual

qui peut être consacrée à la recherche d'un emploi, ces aménagements ont vraisemblablement contribué à accroître le chômage frictionnel. De plus, il se peut que ces modifications aient influé dans une certaine mesure sur les réponses recueillies lors de l'enquête sur la main-d'œuvre, certaines personnes qui se disaient à la recherche d'un emploi ne s'y consacrant peut-être pas activement. Sur un plan plus général, le relèvement des prestations, joint au fait qu'une proportion croissante de la population active est formée de travailleurs qui ne sont pas les seuls salariés de la famille, paraît avoir modifié le choix fait par une partie de la population: des deux attitudes qui consistent, d'une part à accepter le premier poste disponible, d'autre part à continuer de chercher un travail plus conforme à ses aspirations, la seconde semble avoir gagné du terrain.

Des travaux en cours devraient jeter quelque lumière sur ces phénomènes. Le Conseil économique du Canada doit publier cette année les résultats d'une étude sur les causes du chômage. Parallèlement, Statistique Canada est en train de revoir ses méthodes d'enquête sur la main-d'œuvre pour essayer d'obtenir des renseignements plus complets sur le marché du travail; ces efforts devraient permettre de savoir dans quelle mesure les personnes considérées officiellement comme étant en chômage et à la recherche d'un emploi méritent d'être classées dans la population active.

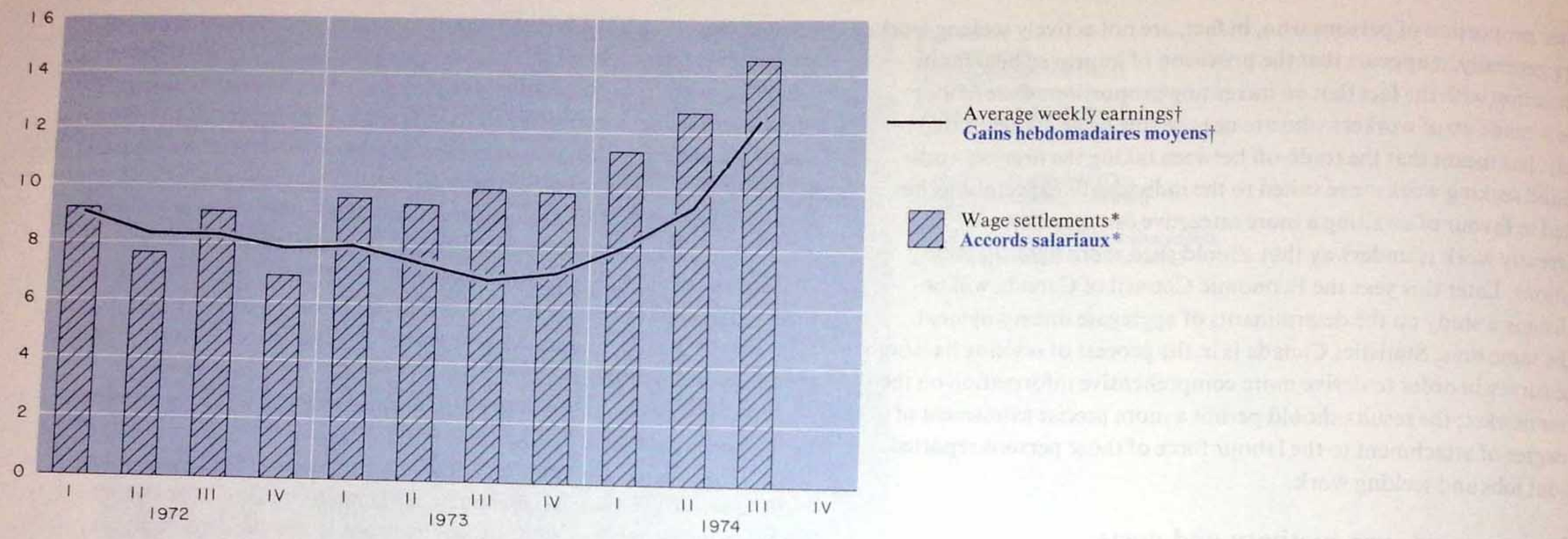
Revenu du travail, productivité et coûts

La hausse des rémunérations s'est nettement accélérée en 1974. Ont contribué à ce mouvement la montée rapide des prix à la consommation au cours des vingt-quatre derniers mois – notamment au chapitre de l'alimentation –, le maintien à un niveau élevé de la demande de main-d'œuvre et la capacité apparente des employeurs d'accorder des augmentations de salaire grâce à l'accroissement des marges bénéficiaires. L'évolution des revenus salariaux hebdomadaires moyens, si elle ne reflète qu'imparfaitement celle des échelles moyennes de rémunération, n'en révèle pas moins la vivacité de l'accélération: au troisième trimestre de 1974, ces revenus étaient supérieurs de 12% à leur niveau d'un an auparavant, alors qu'en 1973, l'augmentation comparable ne s'était chiffrée qu'à un peu plus de 7% (voir Graphique IV).

La hausse accélérée des gains hebdomadaires moyens pendant l'année était plus ou moins prévisible à la lumière des augmentations de salaires accordées par les conventions collectives dans d'importants secteurs. En 1974, les revendications salariales ont atteint de nouveaux sommets, les travailleurs faisant preuve d'une combativité accrue. Pendant les dix premiers mois de 1974, le nombre de journées de travail perdues par suite de grèves a été de

Chart IV Wage and salary increases
Graphique IV Augmentation des salaires et traitements

Annual percentage change **Taux de variation annuelle**



*Compound average annual increase in base rates of pay over the life of contracts settled during the quarter by units covering 500 or more employees in all industries excluding construction.

†Four quarters ending. Increase in average weekly wages and salaries paid by larger firms (20 or more employees) in the commercial non-farm sector.

*Hausse annuelle moyenne composée des taux de rémunération de base sur la durée des conventions conclues au cours du trimestre par des unités de négociation d'au moins 500 employés dans tous les secteurs, sauf la construction.

†Périodes de quatre trimestres. Augmentation des salaires et traitements moyens payés par les grosses entreprises (20 employés ou plus) du secteur commercial, agriculture exclue.

increases over the life of contracts of 20 per cent or more were not uncommon, well above any past standard or the rise in the cost of living.

The statistics on increases in base rates of pay under new settlements do not cover improvements in fringe benefits or clauses providing for further wage adjustments with increases in the Consumer Price Index. With the rapid rise in prices, such cost-of-living adjustment (COLA) clauses have become much more prevalent. In 1971 only 7 per cent of major new collective bargaining agreements included such clauses but by the first half of 1974 the proportion had risen to 25 per cent and in the third quarter 44 per cent of the new contracts settled, covering 57 per cent of the workers under new contracts, included COLA clauses. The extent of any wage increase under COLA clause depends on actual changes in the Consumer Price Index during the life of the contract, and the data published by the Department of Labour on wage settlements do not include any allowance for wage increases contingent on

près de 9 millions, atteignant ainsi un record par rapport à toutes les années antérieures. Les principaux accords salariaux négociés au cours des trois premiers trimestres de 1974 stipulaient une augmentation moyenne des rémunérations de base égale à 13% par an sur la durée des accords. Rappelons que l'augmentation moyenne avait été légèrement inférieure à 10% en 1973 et de moins de 8% en 1972. De plus, la tendance trimestrielle s'orientait à la hausse – les conventions conclues au troisième trimestre se traduisant par une hausse moyenne des rémunérations de 14½% – et l'éventail des augmentations était particulièrement large: des augmentations annuelles de 20% ou plus sur la durée des conventions n'étaient pas rares, se situant bien au-dessus de ce qu'on avait connu dans le passé et dépassant de loin la hausse du coût de la vie.

Les statistiques relatives aux salaires de base fixés par les nouvelles conventions ne tiennent pas compte des améliorations apportées aux régimes d'avantages sociaux ni des dispositions d'indexation au coût de la vie.

such changes. Even if assumptions are made regarding future increases in the Consumer Price Index, an assessment of the possible impact is complicated by the numerous variations in COLA clauses. Many set a threshold before any adjustments are made and it is quite common for ceilings to be placed on the amounts that can be paid out under COLA clauses. However it is evident that at current rates of inflation such clauses are adding significantly to guaranteed increases in pay scales.

In addition to the increased prevalence of automatic cost-of-living adjustments, workers tended to be less willing to commit themselves to long-term contracts in 1974, and the average life of contracts shortened perceptibly. There were also a number of cases of existing contracts being re-opened and special increases being granted. In the non-unionized sector, though the situation is less well documented, there is every reason to believe that substantial increases in pay were also granted.

The recent acceleration of wage and salary increases has been occurring at a time when productivity performance for the economy as a whole has been deteriorating. It is not possible to make more than a rough calculation of output per worker and at times anomalous movements occur, notably when strikes have a major impact. However, looking through the quarterly movements, it is apparent that productivity gains in 1973, despite the substantial increase in output that year, slowed to about 1½ per cent from some 2½ per cent in 1972 (see Chart V). The indications are that there was little or no gain in 1974; indeed output per worker in the third quarter was below the level recorded for the corresponding period of 1973.

The much less favourable trend of productivity, together with the more rapid pace of wage and salary increases, resulted in a marked acceleration in unit labour costs during the first three quarters of 1974. Labour costs are by no means the only factor making up the price of domestic output but their contribution to the rise in the GNP deflator in the first nine months of 1974 compared with a year earlier appears to have been almost 6 percentage points, roughly double the typical figure of recent years. Furthermore, the contribution of labour costs to the rise in prices appears to have been increasing sharply during the course of 1974.

Even if the unusually poor over-all productivity performance of recent quarters is discounted as a temporary phenomenon, it is still apparent that the underlying domestic cost situation has seriously worsened during the past year. This occurred against a background of a pronounced slackening of demand pressures among industrial countries which

La hausse rapide des prix a rendu les clauses d'indexation de plus en plus courantes. Alors qu'en 1971 elles ne figuraient que dans 7% des nouvelles conventions collectives importantes, leur proportion passait à 25% au premier semestre de 1974. Au troisième trimestre, enfin, 44% des conventions conclues, intéressant 57% des travailleurs liés par de nouveaux accords, prévoyaient l'indexation au coût de la vie. L'ampleur des augmentations liées à l'indexation dépendant des variations de l'Indice des prix à la consommation sur la durée de la convention, les statistiques du ministère du Travail ne tiennent pas compte des augmentations de ce genre. Même si l'on voulait conjecturer la hausse future de l'Indice des prix à la consommation, la diversité des clauses d'indexation rendrait difficile l'évaluation de leurs conséquences. Un grand nombre de ces clauses comportent un seuil en deçà duquel les salaires ne peuvent être rajustés, et les augmentations maximales permises par ces dispositions sont fréquemment assorties d'un plafond. Toutefois, au rythme actuel de la hausse des prix, il est évident que les clauses d'indexation majorent sensiblement les augmentations garanties des échelles de salaire.

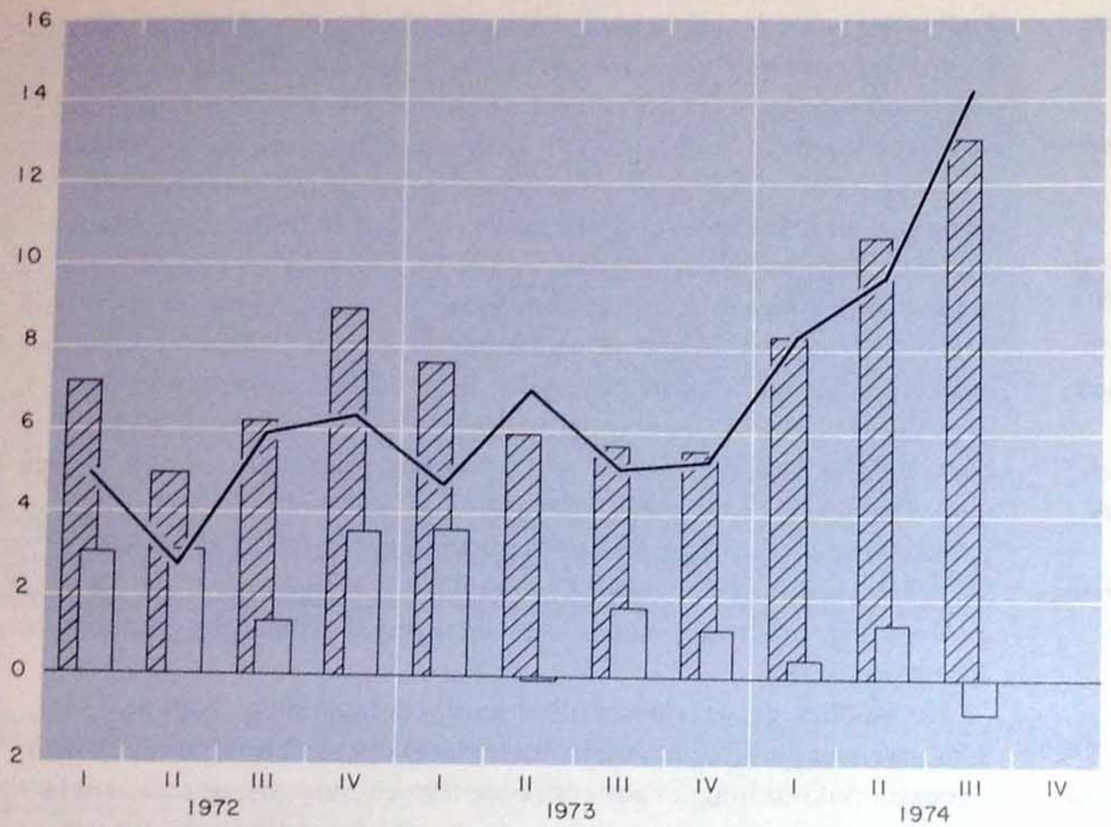
En 1974, outre que les clauses d'indexation des salaires au coût de la vie sont devenues plus fréquentes, les travailleurs ont semblé moins disposés à s'engager pour de longues périodes envers les employeurs, de sorte que la durée moyenne des contrats de travail a sensiblement diminué. Dans un certain nombre de cas on a même modifié des conventions en cours d'application pour pouvoir accorder des augmentations de salaire spéciales. Bien que la situation des non-syndiqués soit moins bien connue, tout porte à croire que d'importantes hausses salariales leur ont été accordées également.

L'accélération récente de la hausse des rémunérations a coïncidé avec une détérioration de la productivité globale dans l'économie. Il est impossible d'évaluer avec précision la production par travailleur, et l'on constate parfois des variations difficiles à expliquer, notamment quand les grèves ont des répercussions d'importance. Toutefois, il ressort d'une étude des variations trimestrielles que les gains de productivité enregistrés en 1973, malgré la hausse marquée de la production cette année-là, s'établissaient à environ 1½%, comparativement à quelque 2½% en 1972 (voir Graphique V). Il semblerait qu'en 1974 les progrès de la productivité aient été minimes sinon nuls; en fait, la production par travailleur était inférieure, au troisième trimestre de l'année, à son niveau de la période correspondante de 1973.

La nette tendance à la baisse de la productivité, conjuguée à l'augmentation accélérée des rémunérations, a eu pour résultat d'accroître les rythmes de progression des coûts unitaires de main-d'œuvre durant les trois premiers

Chart V Productivity and unit labour costs
Graphique V Productivité et coûts unitaires de main-d'oeuvre

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



(1)Total labour income divided by real GNP.
(2)Total labour income divided by total employment less self-employed and unpaid family workers.
(3)Real GNP divided by total employment

(1)S'obtiennent par la formule: Revenus du travail/P.N.B. réel
(2)S'obtient par la formule: Revenus du travail/Emploi total moins personnes à leur compte et ménagères non rémunérées
(3)S'obtient par la formule: P.N.B./Emploi total

has recently led to a widespread decline in industrial raw material prices. Accordingly, the prospects are that the direct impact of international inflation on Canada's domestic price performance during the next several quarters will be less adverse than over the past two years. In these circumstances domestic cost developments will be a crucial factor in determining the extent to which progress can be made in bringing inflation in Canada down from its recent very high rates.

trimestres de 1974. Ces coûts ne représentent évidemment qu'un des multiples éléments du prix de la production intérieure. Toutefois, leur part dans la hausse de l'indice de déflation du P.N.B. au cours des neuf premiers mois de 1974, par rapport à la période comparable de l'année précédente, semble avoir été de presque 6%, soit deux fois plus forte qu'au cours des dernières années en général. En outre, l'influence qu'exerce le coût de la main-d'œuvre sur la montée des prix paraît avoir beaucoup augmenté dans le courant de 1974.

Même si l'on considère comme passager le comportement particulièrement décevant de la productivité globale au cours des derniers trimestres, la situation générale, sur le plan des coûts intérieurs, s'est de toute évidence nettement détérioriée au cours de l'année dernière. Cette évolution s'est

inscrite dans le contexte d'une atténuation marquée de la demande dans les pays industrialisés, ce qui a récemment provoqué une baisse générale du prix des matières premières industrielles. Il est donc à prévoir que les répercussions directes de l'inflation mondiale sur l'évolution des prix intérieurs au Canada seront moins graves au cours des trimestres à venir que ces deux dernières années. Dans ces circonstances, l'évolution des coûts intérieurs déterminera dans une large mesure la possibilité de ramener l'inflation au Canada en deçà des taux extrêmement élevés enregistrés ces derniers temps.

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
30 December 1974

The Bank of Canada announced today that the minimum secondary reserve ratio of the chartered banks was being reduced from 7 per cent to 6 per cent, effective in January 1975.(1) A reduction in this ratio from 8 per cent to 7 per cent effective in December 1974 was announced on November 29, 1974.

The Governor of the Bank of Canada, Mr. Gerald K. Bouey, said that the reason for today's announcement was the same as that of a month ago, namely that the Bank of Canada did not want to keep the secondary reserve requirement any higher than was necessary and that circumstances were favourable for a reduction in it. Among these circumstances is the fact that treasury bills make up the bulk of the banks' secondary reserves and the total amount of treasury bills outstanding is not currently being expanded owing to the high level of Government bank balances.

The Governor stated that this action, like that a month ago, was primarily technical in character insofar as monetary policy was concerned. The immediate effect once again will be an appreciable increase in the free liquid asset holdings of the chartered banks, but this effect will be substantially offset by the cash reserve management and open market operations of the Bank of Canada.

1) 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.

Bank of Canada
10 January 1975

The Bank of Canada announced tonight that the Bank Rate has been reduced to 8¼ per cent effective January 13, 1975. The Bank Rate had been lowered from 9¼ per cent to 8¾ per cent on November 18, 1974.

The Governor of the Bank of Canada, Mr. Gerald K. Bouey, noted that the reduction in the Bank Rate followed a decline in short-term market rates of interest in recent weeks. He said that the Bank of Canada had regarded a reduction in interest rates from their peaks last summer as suitable in view of the way that the economic and financial situation had developed and with full allowance for the fact that the continuing high rate of inflation makes it necessary to exercise particular caution in the development of monetary policy. In respect of the rate of inflation, he added that rising costs rather than demand pressures are clearly now the main driving force, and that the prospects for a moderation of the rate of price increase in the period ahead depend heavily on moderating cost 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 30 décembre 1974

La Banque du Canada a annoncé aujourd'hui un abaissement du coefficient minimum des réserves secondaires des banques à charte, qui passe de 7% à 6% à partir de janvier 1975(1). On se rappellera qu'un communiqué daté du 29 novembre 1974 annonçait une diminution de ce coefficient de 8% à 7% à compter de décembre 1974.

Le Gouverneur de la Banque, M. Gerald K. Bouey, a déclaré que cette mesure s'inspirait des mêmes motifs que celle annoncée il y a un mois, à savoir que la Banque du Canada ne voulait pas maintenir le coefficient minimum des réserves secondaires à un niveau plus élevé que nécessaire et que les circonstances se prêtaient à une telle réduction. Parmi ces circonstances, il y a le fait que l'encours des bons du Trésor, lesquels constituent la majeure partie des réserves secondaires des banques, ne s'accroît pas présentement en raison du niveau élevé des dépôts bancaires du gouvernement.

Le Gouverneur a ajouté que cette mesure, pour autant qu'elle a trait à la politique monétaire, avait un caractère essentiellement technique, tout comme celle annoncée il y a un mois. Cette fois encore, elle aura d'abord pour conséquence d'accroître considérablement les avoirs liquides libres des banques à charte, accroissement qui sera d'ailleurs en grande partie compensé par les opérations de gestion de réserves-encaisse et d'open market de la Banque du Canada.

(1) 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-dépôt en dollars canadiens des banques à charte, détermine le montant moyen que chacune de celles-ci est tenue de maintenir au cours d'un mois à titre de réserves secondaires.

Banque du Canada
le 10 janvier 1975

La Banque du Canada a annoncé ce soir une réduction du taux d'escompte, qui passe à 8¼% à compter du 13 janvier 1975. On se rappellera que ce taux avait été réduit de 9¼% à 8¾% le 18 novembre 1974.

Le Gouverneur de la Banque du Canada, M. Gerald K. Bouey, a précisé que cette diminution du taux d'escompte avait été précédée au cours des dernières semaines par une baisse des taux d'intérêt sur le marché à court terme. Il a fait remarquer que, de l'avis de la Banque du Canada, une diminution des taux d'intérêt records enregistrés à l'été était appropriée, eu égard à l'évolution de la conjoncture économique et financière, et compte tenu du fait que la persistance d'un taux élevé d'inflation exige une grande prudence dans la mise en œuvre de la politique monétaire. Le Gouverneur a ajouté que la hausse des coûts a manifestement pris le pas sur les pressions de la demande comme cause principale du phénomène et que les perspectives de modération de la hausse des prix sont fortement liées à une modération de l'accroissement des coûts.

Economic and financial developments abroad in 1974

1974 was a difficult year for the world economy. It began in an atmosphere of deep concern about the uncertain consequences of the steps taken by the OPEC countries in late 1973 to reduce the flow of oil and raise its price sharply. These measures came as a shock to a world in which the major industrial countries were already struggling to deal with serious imbalances in their economies, especially the high inflation generated by the earlier strong wave of economic expansion and a shortfall in world food production. The surge of industrial output in the first half of 1973 had brought the major economies simultaneously to the limits of their capacity and had led to a commodity price boom of unprecedented proportions. While demand management policies had been adjusted in most countries to slow the pace of expansion to more sustainable rates, it was becoming apparent that the high rates of price increase were increasingly being built into domestic cost structures in the form of rapidly rising income expectations.

In these circumstances, 1974 posed an exceptionally difficult set of problems for the framing of economic and financial policies, both at the national and international level. Throughout the year, the effect of the sharp increase in oil prices on the balance of payments positions of oil importing countries, both developed and developing, and the uncertainty as to how the large resulting deficits would be financed was a major source of concern. Efforts were made through international consultation to monitor channels of financing and to provide additional facilities to help avoid mutually damaging actions by countries with serious balance of payments problems. Domestic policies were generally formulated with the view that the slowing down of rates of economic expansion could be held to moderate proportions that would nonetheless lead to some reduction in rates of inflation.

As it turned out, the performance of major economies generally deteriorated more than expected. Thus the year was marked by stagnation of

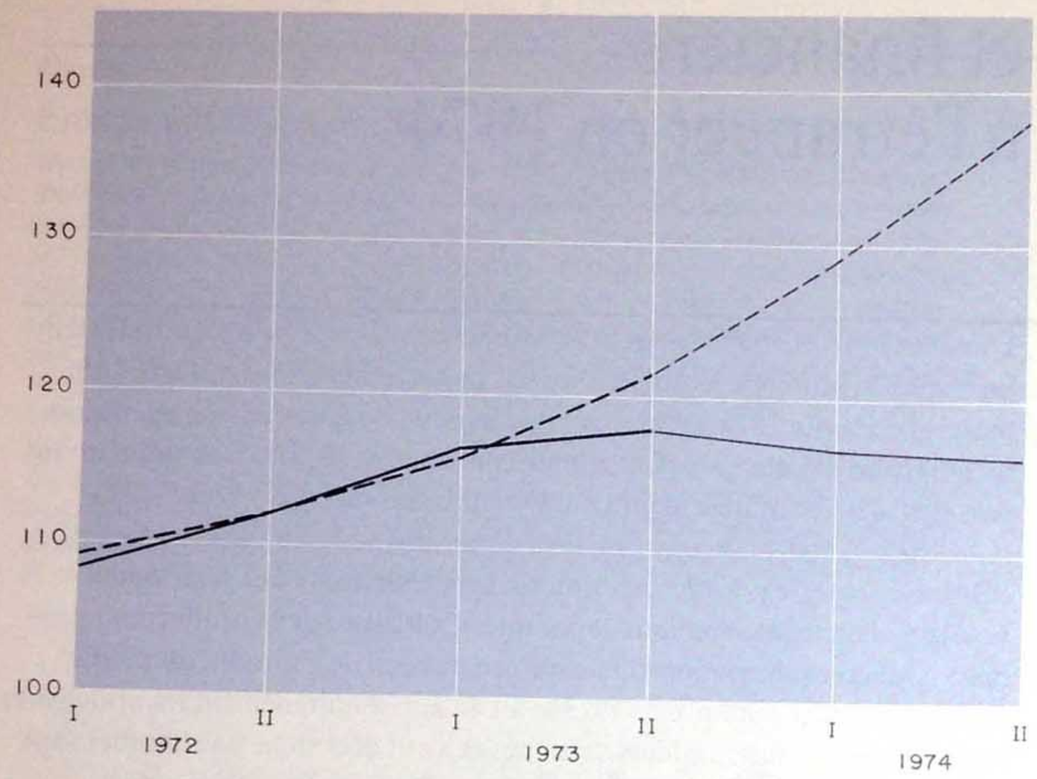
L'évolution économique et financière à l'étranger en 1974

L'année 1974 a été difficile pour l'économie mondiale. Elle s'est ouverte dans un climat de profonde inquiétude au sujet des répercussions possibles des mesures prises fin 1973 par les pays membres de l'O.P.E.P. en vue de réduire les livraisons de pétrole et d'en relever brutalement le prix. Ces mesures vinrent ébranler l'économie mondiale, à un moment où les principaux pays industrialisés étaient déjà aux prises avec de graves déséquilibres, en particulier avec la forte poussée inflationniste engendrée par une période de rapide croissance économique et par une insuffisance de la production mondiale de denrées alimentaires. La vive progression de la production industrielle au premier semestre de 1973 avait amené simultanément les principales économies aux limites de leurs capacités et avait déclenché une flambée sans précédent des cours des matières premières. Bien que la politique de la demande eût été réorientée dans la plupart des pays afin de ramener l'expansion à un rythme plus soutenable, il devint manifeste que la hausse rapide des prix tendait de plus en plus à s'intégrer à la structure des coûts intérieurs, les agents économiques escomptant une rapide progression de leurs revenus.

Dans ce contexte, un ensemble de problèmes exceptionnellement difficiles s'est posé en 1974 sur le plan de la formulation de la politique économique et financière, au niveau national comme à l'échelle internationale. Tout au long de l'année, les effets du renchérissement spectaculaire des hydrocarbures sur la balance des paiements des pays importateurs de pétrole, tant industrialisés qu'en voie de développement, et l'incertitude pesant sur le financement des déficits considérables qui en résultaient ont été d'importants sujets de préoccupation. En vue d'éviter le recours par les pays souffrant de problèmes sérieux de balance des paiements à des mesures qui leur seraient mutuellement préjudiciables, on s'est efforcé, par voie de consultation internationale, de surveiller les circuits de financement et de fournir de nouvelles facilités. Les responsables de la politique économique des pays ont en général tenté de limiter à des proportions raisonnables le ralentissement de l'expansion économique, de façon à obtenir une certaine baisse du taux d'inflation.

Chart I Output and prices: Seven major countries*
Graphique I Production et prix: Sept principaux pays*

1970 = 100 **1970 = 100**



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

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

output, rising unemployment, an acceleration of inflation, and massive current account imbalances – in some cases only partly related to oil payments. At the same time, however, the system of international trade and payments withstood the initial strains created by the oil payments problem more successfully than had been widely feared.

The pattern of economic activity in 1974

For the year as a whole, real output in the seven major industrial countries combined is estimated to have declined marginally in contrast to the exceptionally large increase of 6.5 per cent in the previous year. There was considerable variation in economic performance but the rate of growth slackened significantly in all seven countries and, indeed, in nearly all OECD member countries. The decline in output was particularly pronounced in the United States and Japan: preliminary official estimates for the United States place the decline in real GNP at 2¼ per cent,

En fin de compte, le recul économique a été en général plus accusé qu'on ne l'avait prévu dans les grands pays industrialisés. Aussi l'année a-t-elle été caractérisée par une stagnation de la production, une montée du chômage, une accélération de l'inflation et d'importants déséquilibres des paiements courants – déséquilibres qui dans certains cas n'étaient dus qu'en partie à la facture pétrolière. Toutefois, le système des échanges et des paiements internationaux a mieux résisté qu'on ne s'y attendait aux premières tensions créées par le problème du financement des déficits pétroliers.

Le profil de l'activité économique en 1974

Sur l'ensemble de 1974, la production globale à prix constants des sept principaux pays industrialisés aurait diminué quelque peu alors qu'une augmentation exceptionnelle de 6.5% avait été enregistrée l'année précédente. Si l'évolution économique a été très diverse selon les pays, le rythme de progression a néanmoins accusé un ralentissement marqué dans chacun d'eux

while in Japan real GNP is provisionally estimated to have declined by 3¼ per cent (see Table). The United Kingdom also experienced a decline in output, in part attributable to the effects of the coal miners' strike early in the year, while there was little growth in the German economy. On the other hand, activity in France, Italy and Canada was relatively well sustained in the first half of the year, though estimates for the latter two countries indicate no growth or a decline in the second half of the year.

The temporary reduction of oil supplies from Arab members of OPEC and the uncertainties created by this action clearly affected output during the early part of 1974. The impact varied from country to country, the United States and Japan being most severely affected. By the spring problems of energy shortages had eased but the economic situation continued to weaken. The sharp increase in prices for oil and related products had a deflationary impact on real demand, the growth of which was already tending to slow. Policies of restraint had been introduced in 1973 and were generally maintained, or in some cases intensified, in 1974. Moreover as the economic climate became less favourable and uncertainties over economic prospects grew, confidence on the part of consumers and producers appears to have deteriorated.

et, de fait, dans presque tous les pays membres de l'O.C.D.E. Le fléchissement de la production a été particulièrement net aux États-Unis et au Japon: les premières estimations officielles dénotent que le P.N.B. réel aurait régressé de 2¼% aux États-Unis et de 3¼% au Japon (voir tableau). Une baisse de la production a aussi été enregistrée au Royaume-Uni, en partie à cause de la grève des mineurs au début de l'année, tandis que l'économie allemande ne progressait guère. Par contre, l'activité est restée assez soutenue en France, en Italie et au Canada au premier semestre, alors qu'au second, d'après les estimations, les économies des deux derniers pays mentionnés marquaient le pas ou étaient en perte de vitesse.

La réduction temporaire des livraisons de pétrole par les pays arabes membres de l'O.P.E.P. et les incertitudes engendrées par ce geste ont nettement affecté la production de biens et de services pendant les premiers mois de 1974. Les répercussions ont été différentes d'un pays à l'autre, les États-Unis et le Japon étant les plus sévèrement touchés. Au printemps, les problèmes liés à la pénurie d'énergie ont perdu de leur acuité, mais la conjoncture économique n'en a pas moins continué de s'affaiblir. Le renchérissement spectaculaire du pétrole et de ses dérivés a eu un effet déflationniste sur la demande réelle qui, déjà, donnait des signes de ralentissement. Les politiques restrictives qui avaient été mises en œuvre en 1973 ont en général été maintenues

Growth of real GNP in seven major countries
Taux de croissance du P.N.B. réel dans les sept pays principaux

	Annual percentage changes Variation annuelle en % From previous year Par rapport à l'année antérieure 1972 1973 1974 1972 1973 1974			
Canada	5.8	6.8	3 1/2 – 4	Canada
United States	6.2	5.9	–2.2	États-Unis
Japan	8.8	10.2	–3 1/2	Japon
Germany	3.0	5.3	1/2	Allemagne
France*	5.7	6.0	4 3/4	France*
Italy	3.4	6.0	4 3/4	Italie
United Kingdom*	3.2	5.3	– 1/2	Royaume-Uni*
Total of above countries†	5.8	6.5	– 1/2	Ensemble des pays†

*GDP
†1973 weights and exchange rates.
Note: Data for 1974 are based on OECD estimates modified in some instances to take account of more recent information.

*P.I.B.
†Pondération et taux de base de 1973.
Nota : Les données de 1974 sont tirées d'estimations de l'O.C.D.E., modifiées dans quelques cas pour tenir compte de renseignements plus récents.

The growth of consumer expenditures in real terms slowed in all countries in 1974. The slump in automobile sales was especially pronounced, though there was a weakening in other areas as well. Outlays on residential construction declined markedly in most countries during 1974. Activity in this sector had already begun to decelerate in the previous year in Germany, the United Kingdom and the United States as policy shifted towards restraint, but it was relatively well sustained in Japan until the end of the year. Housing activity in France and Italy levelled out by the middle of the year. The weakening of consumption appears to have led to some involuntary accumulation of inventories in Japan during the first half of the year and more recently in other countries, notably in the automotive sector, but stocks generally have remained relatively low.

It had been expected at the beginning of the year that, in the light of the capacity constraints and bottlenecks that had emerged in 1973, investment activity would provide a sustaining element, despite a short-term weakening of demand. Business capital expenditures had increased substantially during 1973 in most countries except Germany and in the early months of 1974 the investment indicators remained relatively buoyant, although some projects sensitive to fuel costs were either postponed or abandoned. During the course of the year, however, the investment climate turned less favourable as economic prospects deteriorated and costs rose sharply. In some countries, this was reinforced by the increased difficulties of financing and a squeeze on corporate liquidity. It also became clear that the lead time required to undertake investment related to domestic energy supplies or energy saving was too long to have any perceptible influence on capital investment in 1974. Thus, in spite of earlier indications, investment activity stagnated in the seven major countries as a whole in 1974, although the experience of individual countries varied considerably.

Real business fixed investment turned sluggish in the United States in the second quarter of 1974 and by the last quarter of the year had declined below the year earlier level. Investment had already begun to level off in Germany in 1973 following the introduction in the spring of policies of fiscal and monetary restraint and in 1974 capital outlays declined. In Japan, business investment had risen sharply in 1973 but a severe contraction occurred in 1974. In that country, official concern over mounting inflationary pressures led to a further tightening of monetary policy and administrative measures to control investment activity.

et, dans certains cas, intensifiées. De plus, le climat économique s'alourdissant et les perspectives devenant de plus en plus incertaines, il semble y avoir eu une certaine érosion de la confiance tant chez les consommateurs que chez les producteurs.

La progression des dépenses des ménages, en chiffres réels, s'est ralentie en 1974 dans tous les pays. Si la mévente a été particulièrement marquée dans le secteur de l'automobile, d'autres branches ont aussi donné des signes de faiblesse. Ainsi, les dépenses en construction de logements ont accusé en 1974 une baisse notable dans la plupart des pays. La décélération de l'activité dans ce secteur s'était déjà fait sentir l'année précédente en Allemagne, au Royaume-Uni et aux États-Unis, parallèlement à la mise en œuvre de politiques plus restrictives; le Japon, cependant, a continué d'enregistrer un niveau d'activité relativement élevé dans ce domaine jusqu'à la fin de l'année dernière. En France et en Italie, la construction résidentielle plafonne depuis la fin du premier semestre. L'affaiblissement de la consommation semble avoir été, au Japon au cours du premier semestre et dans d'autres pays par la suite, à l'origine d'un gonflement non souhaité des stocks, en particulier dans le secteur de l'automobile; toutefois, les stocks sont demeurés en général à des niveaux assez bas.

Compte tenu des contraintes de capacité et des goulots d'étranglement qui s'étaient fait jour en 1973, on escomptait au début de 1974 que la conjoncture allait être soutenue par les dépenses d'investissement, en dépit d'un affaiblissement temporaire de la demande. Les immobilisations des entreprises s'étaient inscrites en hausse substantielle en 1973 dans la plupart des pays à l'exception de l'Allemagne et, pendant les premiers mois de 1974, si certains projets sensibles au coût des combustibles avaient dû être remis ou abandonnés, les indicateurs d'investissement restaient relativement favorables. À mesure que l'année s'écoulait, toutefois, la détérioration des perspectives économiques et la hausse rapide des coûts ont pesé sur les décisions d'investissement, évolution renforcée dans certains pays par les difficultés croissantes de financement et l'amenuisement des liquidités des entreprises. De plus, il est apparu que les délais de mise en train des projets d'investissement relatifs à la production ou à la conservation de l'énergie étaient trop longs pour que leur incidence sur la formation de capital pût se faire sentir en 1974. Aussi, malgré les signes décelés antérieurement, les dépenses d'investissement ont-elles stagné en 1974 dans les sept grands pays pris dans leur ensemble, quoique la situation ait évolué de façon très variable d'un pays à l'autre.

In the United Kingdom, where the squeeze on corporate liquidity was particularly severe, investment also declined while in France and Italy a significant deceleration in the rate of growth occurred.

In contrast to the general weakening of real consumption and investment expenditures, export demand was remarkably well sustained in 1974. Although the total volume of exports for the OECD countries as a whole increased less rapidly than the very high rate in 1973, demand from outside the OECD area strengthened significantly. There was a marked increase in exports to OPEC countries and demand from non-oil exporting countries was also buoyant, in large part reflecting the stronger balance of payments position of a number of these countries as a result of the commodity boom. In general, demand from outside the OECD area helped to cushion the decline in domestic activity; the gains were, however, spread unevenly among the major OECD countries. Growth in the volume of U.S. exports fell back from the very high rate in 1973, largely due to a levelling off in agricultural exports. On the other hand, Germany recorded a substantial increase in the volume of exports, though the rate of growth decelerated through the year. In Japan, the downturn in domestic activity was accompanied by an acceleration in the growth of exports. France also benefited from increased external demand.

Although the energy crisis in the early part of the year brought a temporary rise in the level of unemployment in most countries, it was not until the closing months of the year that unemployment rates began to rise steeply. Prior to this the easing of the earlier tightness in labour market conditions had tended to show up in a decline in average hours worked and an increase in the incidence of short-time work. Divergences from this general pattern mainly stem from differences in the timing of the downturn in individual countries.

Among the major countries, Germany was the first to experience an easing in labour markets. The peak in job vacancies in that country was reached in the first quarter of 1973, and there was a sustained rise in unemployment through 1974. In the United States, though an easing of labour markets had been evident earlier, the rate of unemployment did not increase sharply until the last three months of the year, an experience shared by France and Italy. The U.S. unemployment rate seasonally adjusted, showed a further sharp increase in January 1975 when it jumped by one percentage point to 8.2 per cent, the highest level in more than thirty years. Available statistics for the United Kingdom indicate

Aux États-Unis, la formation de capital fixe, en termes réels, a donné ses premiers signes d'essoufflement au deuxième trimestre de 1974, pour tomber, pendant les trois derniers mois de l'année, au-dessous du niveau enregistré douze mois auparavant. En Allemagne, l'investissement, qui avait déjà commencé à plafonner en 1973, s'est inscrit en baisse en 1974 sous l'influence du resserrement de la politique fiscale et monétaire intervenu au printemps. Au Japon, après une hausse rapide en 1973, les investissements des entreprises se sont vivement contractés en 1974. Dans ce pays, un accroissement jugé inquiétant des pressions inflationnistes a amené les pouvoirs publics à adopter une politique monétaire et des mesures administratives plus restrictives afin de modérer les investissements. Au Royaume-Uni, où l'amenuisement des liquidités des entreprises a été particulièrement sévère, l'investissement a aussi diminué alors qu'on observait en France et en Italie une nette décélération du rythme de la croissance.

Tranchant avec l'affaiblissement général des dépenses réelles de consommation et d'investissement, la demande extérieure a été remarquablement soutenue en 1974. Bien que les exportations en volume des pays de l'O.C.D.E. pris dans leur ensemble ne se soient pas accrues au rythme très élevé enregistré en 1973, la demande émanant de l'extérieur de la zone de l'O.C.D.E. s'est raffermie sensiblement. Les exportations destinées aux membres de l'O.P.E.P. ont enregistré une hausse marquée, de même que les ventes aux pays exportateurs de produits autres que le pétrole, en grande partie grâce à l'amélioration de la balance des paiements de certains d'entre eux par suite du boom du prix des matières premières. De façon générale, la demande hors de la zone de l'O.C.D.E. a eu pour effet de compenser en partie la baisse de l'activité à l'intérieur; toutefois, cet effet amortisseur s'est manifesté de façon inégale dans les principaux pays membres de l'O.C.D.E. La croissance en termes réels des ventes américaines à l'étranger, à cause surtout du plafonnement des exportations de produits agricoles, a accusé une baisse par rapport au taux très élevé enregistré en 1973. En revanche, l'Allemagne a augmenté sensiblement le volume de ses exportations, dont le rythme de progression s'est toutefois ralenti au cours de l'année. Au Japon, le fléchissement de l'activité intérieure est allé de pair avec une accélération de la croissance des exportations. La France, enfin, a elle aussi bénéficié d'un accroissement de la demande extérieure.

Si la crise de l'énergie avait été à l'origine d'une aggravation temporaire du sous-emploi dans la plupart des pays au cours des premiers mois de 1974, ce n'est que vers la fin de l'année que le taux de chômage entama une hausse

that unemployment has risen relatively slowly despite the downturn in economic activity. In Japan, largely because of employment practices, cyclical downturns have in the past tended not to be reflected in a rise in the level of unemployment. This appears to be less true of the current downturn which has been much more severe. A sharp rise in unemployment was reported in the closing months of 1974 but throughout the year there had been a marked decline in average hours worked and in the number of job vacancies.

Prices and costs

One of the more disconcerting aspects of world economic performance in 1974 was the further acceleration of already high rates of inflation at a time when economic growth was stagnating and demand pressures were easing. In virtually all countries but Germany, consumer prices were rising at annual rates ranging from 10 per cent to over 20 per cent in the early part of 1974 and, in most cases, there was a further acceleration during the course of the year. In Germany, the rise in consumer prices remained around 7 per cent; relatively early action to restrain demand together with an appreciation of the exchange rate appear to have contributed to this better performance. While inflationary pressures remained severe, the sources of these pressures were changing: the earlier influence of the commodity boom was tending to recede but the sharp escalation of oil prices had a major impact and domestically generated cost pressures were accelerating sharply.

With the easing of demand pressures for industrial materials, prices of a number of commodities have declined markedly since last spring. This is reflected in The Economist index shown in Chart II, a measure of sensitive world commodity prices and one that does not include oil and other commodities, the prices of which are administered. In contrast to the industrial material component of the index which has fallen sharply after more than doubling during the previous two years, the food component continued to advance until near year-end when it was more than triple its level three years earlier. A continued high level of grain prices in 1974 and a sharp rise in sugar prices, largely attributable to a tight world supply situation, more than offset a weakening in the price of beef on world markets.

There were further increases in 1974 in producer prices for some industrial materials such as steel, but the sharp increase in oil prices at the beginning of the year was by far the most significant development. Since

rapide. Auparavant, l'atténuation des tensions qui s'exerçaient sur le marché du travail avait eu tendance à se traduire par une diminution de la moyenne des heures de travail effectuées et par un recours plus fréquent aux horaires réduits. Les écarts observés par rapport à la tendance générale s'expliquent principalement par le fait que le ralentissement économique ne s'est pas fait sentir en même temps dans les divers pays.

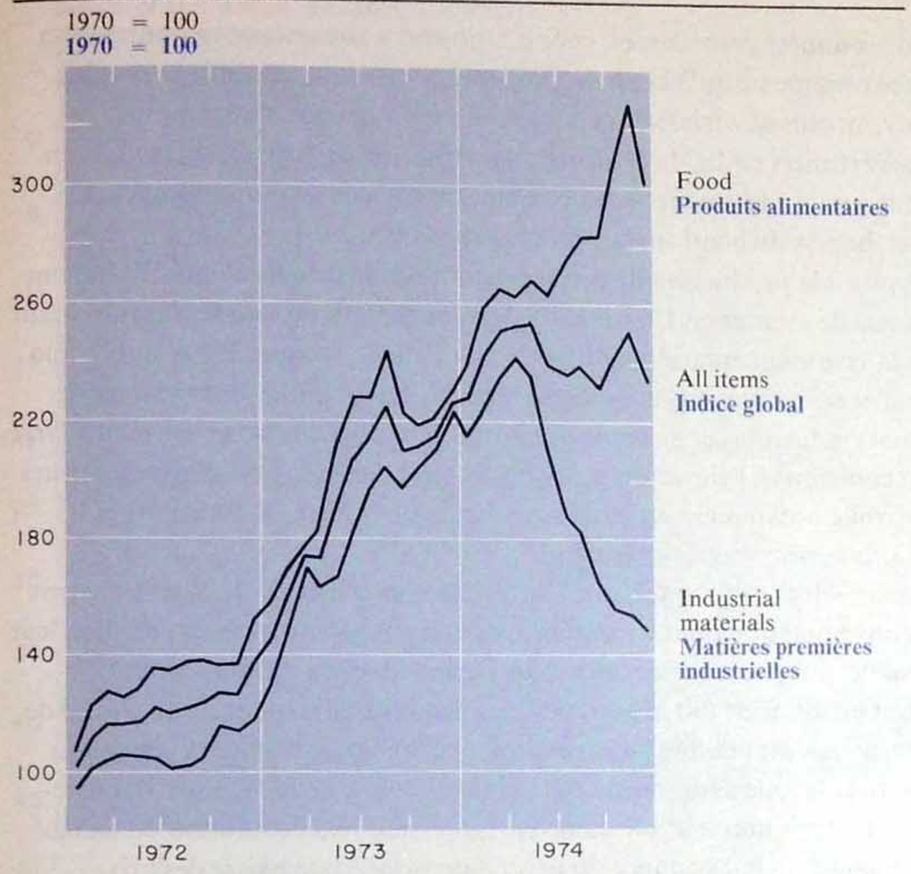
L'Allemagne a été le premier des grands pays industrialisés à enregistrer une détente sur le marché du travail. Les offres d'emploi non satisfaites y avaient culminé dès le premier trimestre de 1973 et le chômage s'y est accru de façon soutenue tout au long de 1974. Aux États-Unis, bien qu'un relâchement se soit déjà manifesté sur le marché du travail pendant les mois précédents, ce n'est qu'au dernier trimestre de l'année que le taux de chômage a empiré brusquement; il en a d'ailleurs été de même en France et en Italie. Aux États-Unis, le taux de chômage désaisonnalisé a accusé une nouvelle et sensible hausse en janvier 1975, augmentant d'un point pour atteindre 8.2%, soit le niveau le plus élevé enregistré depuis plus de trente ans. Au Royaume-Uni, malgré la baisse de l'activité économique, les statistiques disponibles n'indiquent qu'une augmentation relativement lente du chômage. Au Japon, en grande partie à cause des usages en matière d'emploi, les ralentissements cycliques n'avaient pas eu tendance jusqu'ici à se traduire par une augmentation du chômage. Ce phénomène semble moins caractéristique du ralentissement actuel qui s'est révélé bien plus grave que les précédents. Une forte hausse du chômage a été enregistrée pendant les derniers mois de 1974, mais on a pu constater tout au long de l'année une diminution marquée du nombre moyen des heures de travail et du nombre des offres d'emploi non satisfaites.

Les prix et les coûts

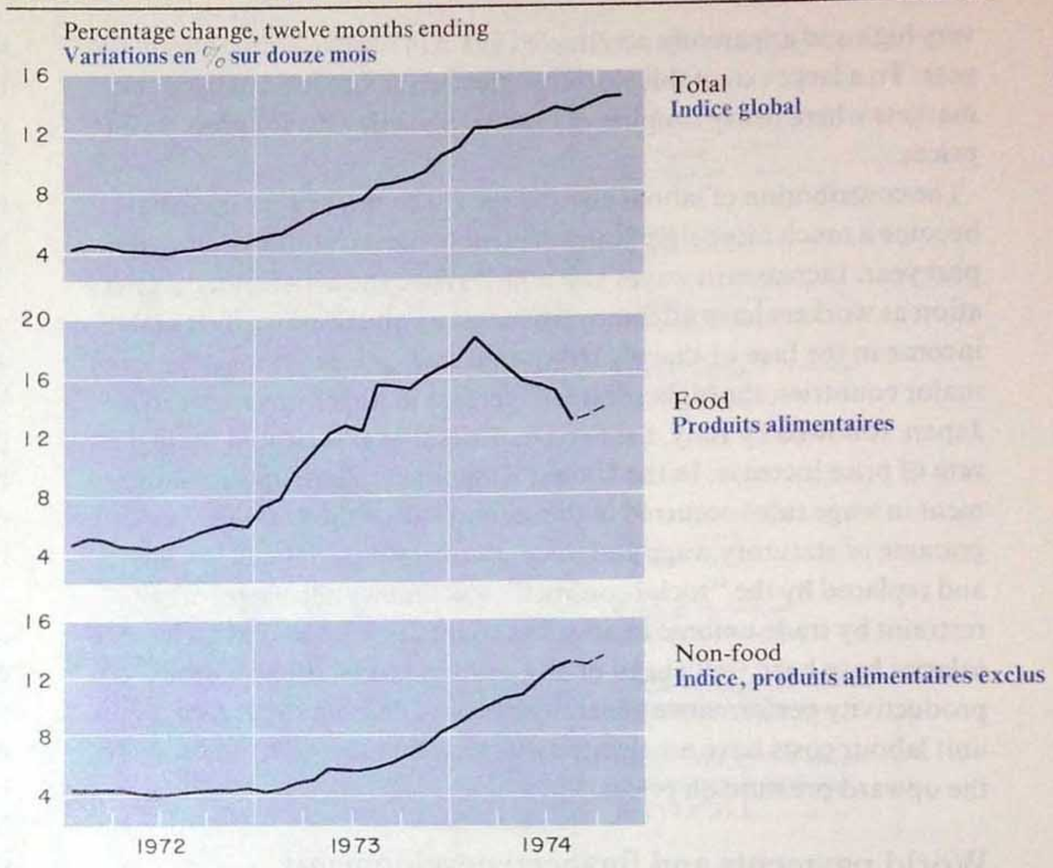
L'un des aspects les plus déconcertants de l'évolution des économies dans le monde en 1974 tient à la nouvelle accélération enregistrée par une inflation déjà rapide, malgré la stagnation de la croissance économique et l'atténuation des pressions de la demande. Dans presque tous les pays à l'exception de l'Allemagne, les prix à la consommation ont augmenté à un rythme annuel variant entre 10 et plus de 20% au premier semestre de 1974, et ce taux s'est d'ailleurs accru dans la plupart des cas au cours des six mois suivants. En Allemagne, la hausse du coût de la vie s'est maintenue aux environs de 7%; la précocité relative des mesures destinées à contenir la demande ainsi que la hausse de la devise allemande sur le marché des changes semblent être à l'origine de cette tenue relativement satisfaisante des prix. Si les tensions

Chart II Price trends
Graphique II Évolution des prix

The Economist: World commodity prices, dollar index
The Economist: Prix mondiaux des matières premières, indice en dollars



Consumer prices: Seven major countries*
Prix à la consommation: Sept principaux pays*



*Canada, United States, Japan, United Kingdom, France, Germany and Italy. Calculation is based on 1973 GNP weights.
*Canada, États-Unis, Japon, Royaume-Uni, France, Allemagne et Italie. Les données sont pondérées par le P.N.B. de 1973.

crude oil and its derivatives enter into the production costs of a wide range of industrial materials and consumer goods, the effect on the general price level of oil-consuming countries was pervasive. This is evident in the upward pressure on prices of such products as fertilizers, in the sharp increase in transportation costs and in the price pressure exerted on other forms of energy.

The right-hand panel of Chart II shows the annual rate of increase in consumer prices in the seven major countries as a group. As can be seen from the Chart, there was a further acceleration in 1974, with the non-food component the major contributor. The rate of increase in food prices declined during the summer months but, nevertheless, remained

inflationnistes sont demeurées fortes, leurs causes se sont modifiées: le vif renchérissement des produits de base a vu son influence diminuer, tandis que la flambée des prix pétroliers jouait un rôle important et que la pression des coûts d'origine interne se faisait beaucoup plus marquée.

L'atténuation de la demande de matières premières industrielles a entraîné un recul sensible du prix d'un certain nombre de ces produits à partir du printemps. Cette évolution est illustrée au Graphique II par l'indice de *The Economist*, instrument de mesure des fluctuations sur les marchés internationaux du prix des matières premières, à l'exception du pétrole et d'autres produits dont le prix est réglementé. Si la composante produits industriels de l'indice a accusé une chute brutale après avoir plus que doublé au cours

very high and apparently accelerated again in the closing months of the year. To a large extent this slowing reflected the situation in livestock markets where heavy supplies of beef have put downward pressure on prices.

The contribution of labour costs to the rise in prices appears to have become a much more significant element in most countries during the past year. Increases in wages and salaries have shown a further acceleration as workers have attempted to maintain and improve their real income in the face of sharply rising consumer prices. Among the seven major countries, the highest rate of increase in wages was recorded in Japan, followed by Italy, the two countries that experienced the highest rate of price increase. In the United Kingdom, a sharp upward movement in wage rates occurred in the second half of the year. The programme of statutory wage and price controls was terminated in July and replaced by the "social contract", a voluntary agreement of self-restraint by trade unions. In all seven countries, increases in wages and salaries have been well ahead of any gains in productivity; indeed productivity performance generally has been deteriorating. As a result, unit labour costs have accelerated sharply, thus adding significantly to the upward pressure on prices.

World payments and financial developments

The emergence of a large current account deficit for oil-consuming countries and a counterpart surplus for OPEC countries in 1974 resulted in a world payments disequilibrium of massive proportions. Given the large shift in the terms of trade, the low over-all import-absorptive capacity of the OPEC countries and the limited possibilities for substituting other energy sources for oil or conserving energy in the short-run, a large imbalance was unavoidable. It is estimated that the current account surplus of the OPEC countries in 1974 was about $55 billion to $60 billion, of which roughly two thirds was accounted for by the OECD countries. Thus the OECD area as a whole saw its traditional current surplus with the rest of the world replaced by a large deficit. Similarly the oil-importing developing countries, which have greater difficulty in obtaining adequate financing in international financial markets on terms they can afford, were faced with a serious increase in their current account deficits.

Estimates of the current account positions of the seven major industrial countries show a combined deficit of about $25 billion for 1974 as a whole.

des deux années précédentes, celle des produits alimentaires a poursuivi sa hausse presque jusqu'à la fin de l'année, époque à laquelle elle se situait à un niveau plus que triple de celui de trois ans auparavant. La fermeté des cours céréaliers en 1974 et la forte augmentation du prix du sucre, dues en grande partie à la pauvreté de l'offre mondiale, ont plus que compensé la baisse du prix du bœuf sur les marchés mondiaux.

Les prix à la production de certains produits industriels comme l'acier ont continué de monter en 1974 mais le développement de loin le plus important a été la vive augmentation du pétrole au début de l'année. Étant donné que le brut et ses dérivés entrent dans le prix de revient d'une vaste gamme de produits industriels et de biens de consommation, ce renchérissement a largement contribué à l'élévation générale des prix dans les pays consommateurs de pétrole, notamment en ce qui concerne les engrais, le transport et les ressources énergétiques en général.

La partie droite du Graphique II indique le taux annuel de hausse des prix à la consommation dans les sept principaux pays industrialisés pris dans leur ensemble. On y voit que ce taux a subi une nouvelle accélération en 1974, surtout lorsqu'il est fait abstraction des produits alimentaires. La hausse de ces derniers s'est ralentie pendant l'été, tout en conservant un rythme très élevé, puis semble avoir repris de la vigueur vers la fin de l'année. La décélération mentionnée est due dans une large mesure à l'évolution du marché de la viande, où l'abondance du bœuf a provoqué une baisse des prix.

Les frais de main-d'œuvre ont pris, semble-t-il, une importance de plus en plus grande dans l'explication de la hausse des prix, dans la plupart des pays, au cours de l'année écoulée. Les hausses de rémunération se sont de nouveau accélérées, les travailleurs essayant de maintenir ou d'améliorer leur revenu réel face à la flambée des prix à la consommation. Des sept grands pays étudiés, ce sont le Japon et en second lieu l'Italie qui ont enregistré les plus fortes augmentations de salaire, de même que les hausses de prix les plus marquées. Au Royaume-Uni, les salaires se sont inscrits en vive progression au second semestre. Les mesures d'encadrement des salaires et des prix ont été abrogées au mois de juillet pour être remplacées par une formule de «contrat social» par laquelle les syndicats ouvriers s'engagent à limiter leurs revendications. Dans les sept pays, les augmentations de salaires ont été bien supérieures aux progrès de la productivité, si tant est qu'il y en ait eu; de fait, celle-ci a plutôt eu tendance à baisser. Aussi les frais unitaires de main-d'œuvre ont-ils marqué une forte accélération, renforçant ainsi notablement les pressions à la hausse sur les prix.

Chart III
Graphique

Seasonally a

Billions

5
0
5
10
15
20
25
30
35
40
45

I
1972

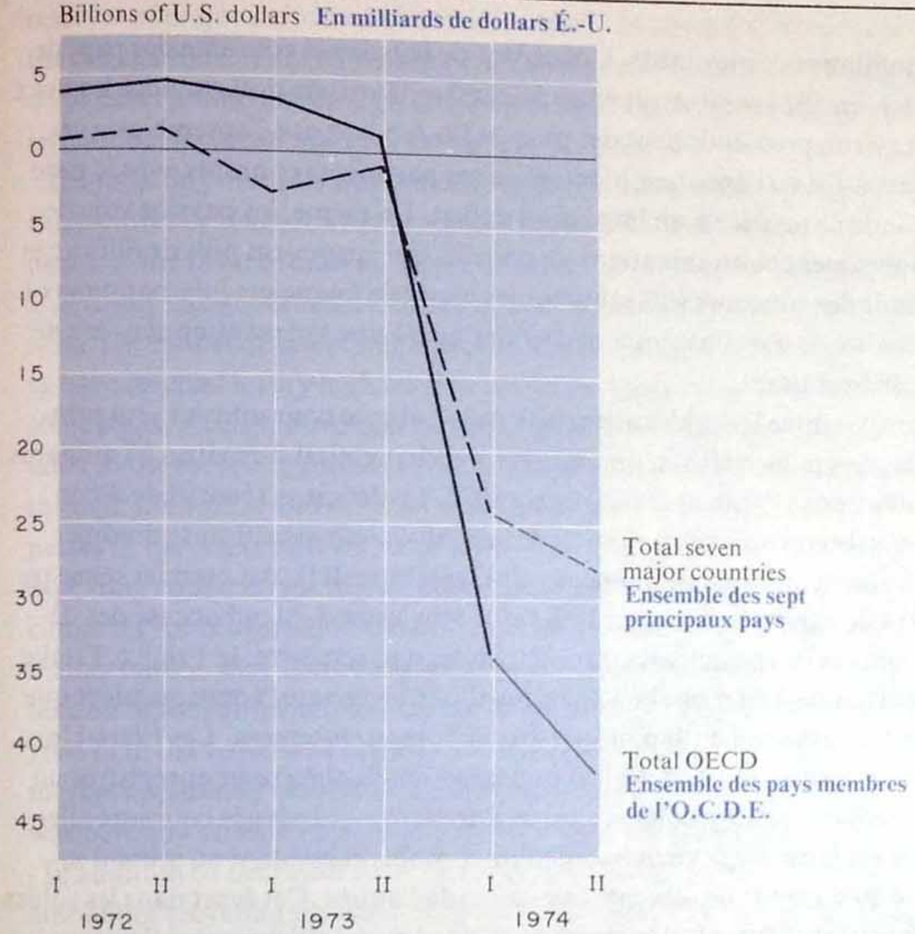
*Excludes India

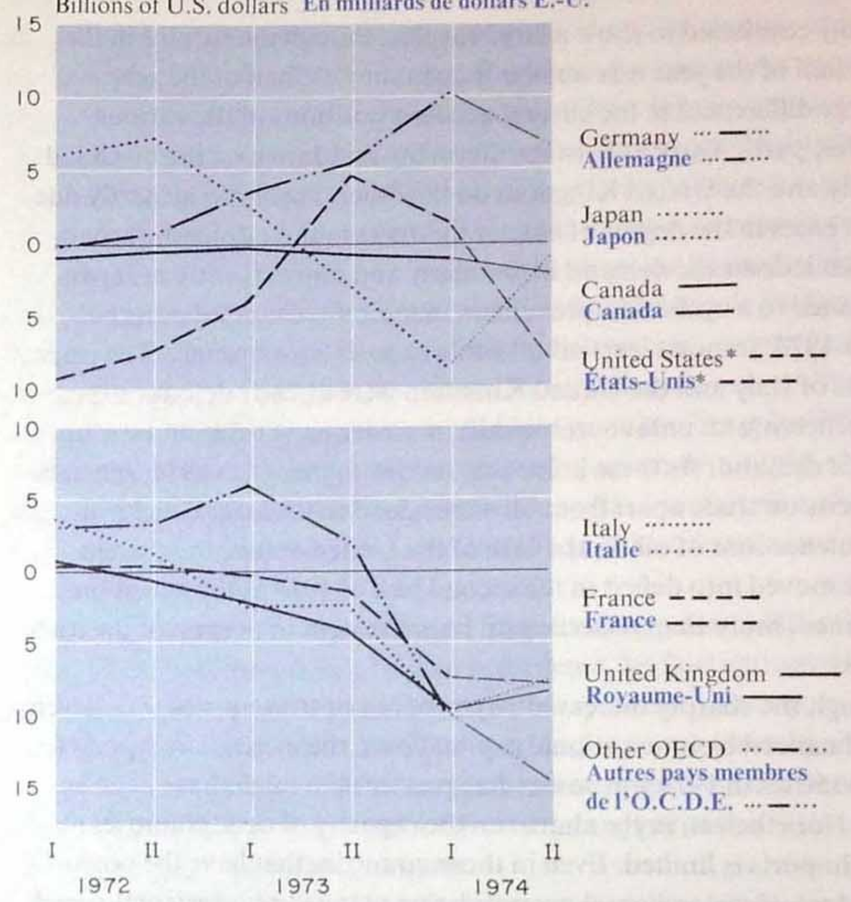
Note: Data for
the other countr

This defic
tries and t
year (see
United K
half of the
were only
improvem
the year,

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

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





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

Note: Data for the second half of 1974 for the United Kingdom are official preliminary estimates, for the other countries OECD estimates.

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

Nota : Les données du second semestre de 1974 sont des estimations de l'O.C.D.E.; dans le cas du Royaume-Uni, il s'agit d'estimations préliminaires établies par des organismes gouvernementaux.

This deficit was distributed very unevenly among the seven major countries and the position of some countries changed significantly during the year (see Chart III). In the first half of 1974, Japan, France, Italy and the United Kingdom had very large current account deficits; in the second half of the year, the positions of France, Italy and the United Kingdom were only marginally better but in Japan's case there was a very striking improvement. The position of the United States deteriorated during the year, moving to a substantial deficit in the second half. In contrast,

L'évolution des paiements et de la situation financière

L'apparition d'un important déficit des paiements courant dans les pays consommateurs de pétrole et d'un excédent correspondant du côté des pays de l'O.P.E.P. en 1974 a entraîné un déséquilibre massif des paiements internationaux. Étant donné la modification radicale des termes de l'échange, la faible capacité globale des pays de l'O.P.E.P. à absorber des importations et les possibilités réduites de remplacement du pétrole par d'autres ressources énergétiques ou de conservation de l'énergie à court terme, un profond

Germany continued to show a large surplus, though the surplus in the second half of the year was smaller than in the first half of the year. The large differences in the current account positions of the various countries, particularly as between Germany and Japan on the one hand and Italy and the United Kingdom on the other, appear to be partly due to differences in the degree of ease or tightness in their domestic economies. Slack domestic demand in Germany and more recently in Japan contributed to a cyclical improvement in their merchandise trade balances in 1974: imports levelled off while exports rose strongly. The trade balances of Italy and the United Kingdom were already deteriorating, partly reflecting an unfavourable shift in the terms of trade and strong domestic demand. As these influences tended to persist in 1974, substantial deficits on trade apart from oil were added to the large deficits incurred on account of oil. In the case of the United States, the current account moved into deficit in the second half of 1974 as the deficit on oil widened, more than offsetting an improvement in the rest of the trade balance.

Although the sharply increased payments to OPEC countries for oil were largely financed by international capital flows, the increase in exports to OPEC countries in 1974 was somewhat greater than might have been expected. Nonetheless, in the short-run the capacity of OPEC countries to absorb imports is limited. Even in those countries that have the potential, the large developmental projects being planned require lengthy lead times. Thus continuing substantial imbalances on current account can be expected for some time ahead.

Early in 1974 concern in the oil-consuming countries had largely centred around the ways in which their prospective large deficits could be financed and on the potentially destabilizing influence that these deficits could have on the international trade and payments system. At that time, there was great uncertainty as to whether the return flow of funds could be effectively channelled so as to match the oil deficits incurred by individual countries. Moreover it was not clear how important a role international financial markets could play in the intermediation process or what would be the outcome of the process of international consultation that had recently begun.

In the event, the deficits of most countries were financed in 1974 without major difficulties. In comparison with 1973, the movement of effective exchange rates was relatively limited and the official exchange

déséquilibre était inévitable. L'excédent de la balance courante des pays de l'O.P.E.P. en 1974 se situerait entre 55 et 60 milliards de dollars, dont les deux tiers environ proviendraient des pays de l'O.C.D.E. Aussi l'ensemble de ces derniers a-t-il vu l'excédent habituel de ses paiements courants avec le reste du monde faire place à un important déficit. De même, les pays en voie de développement consommateurs de pétrole, qui éprouvent plus de difficultés à obtenir des concours suffisants sur les marchés financiers internationaux à des conditions convenables, ont dû faire face à une aggravation sensible de leur déficit courant.

Si l'on combine les soldes estimatifs de la balance courante des sept principaux pays industrialisés, on obtient un déficit global d'environ 25 milliards de dollars pour l'ensemble de l'année 1974. Ce déficit se répartit de façon très inégale entre les pays, dont certains ont vu leur situation se modifier sensiblement au cours de l'année (voir Graphique III). Au premier semestre de 1974, le Japon, la France, l'Italie et le Royaume-Uni ont accusé des déficits massifs des paiements courants; au second semestre, la France, l'Italie et le Royaume-Uni n'ont bénéficié que d'une légère amélioration, alors que la balance courante du Japon se redressait vigoureusement. Les États-Unis ont vu leur situation se détériorer au cours de l'année pour enregistrer un important déficit au second semestre. Par contre, la balance courante allemande est restée largement excédentaire, moins cependant au second semestre qu'au cours des six premiers mois de l'année. Cet écart dans les soldes des paiements courants des divers pays, tout particulièrement si l'on compare l'Allemagne et le Japon, d'une part, l'Italie et le Royaume-Uni, d'autre part, semble tenir partiellement au degré de détente ou de tension de la demande intérieure. Une atténuation de celle-ci en Allemagne et, plus récemment, au Japon a favorisé l'amélioration conjoncturelle de la balance commerciale de ces pays où, en 1974, les importations ont plafonné tandis que les exportations accusaient un vigoureux essor. Par contre, la balance commerciale de l'Italie et celle du Royaume-Uni évoluaient déjà de façon défavorable, notamment à cause d'une détérioration des termes de l'échange et d'une forte demande intérieure. Ces facteurs ayant continué de faire sentir leur influence en 1974, l'important déficit enregistré au titre du pétrole s'est ajouté au solde défavorable des autres postes de la balance commerciale. Aux États-Unis, la balance courante est devenue déficitaire au second semestre de 1974, l'aggravation du déficit pétrolier étant supérieure à l'amélioration des autres éléments de la balance commerciale.

Le fort accroissement des recettes pétrolières des pays de l'O.P.E.P. s'est

reserves of major industrial countries actually increased. On the whole, the deficits were financed without competitive efforts to push oil deficits on to other countries, though some signs of strain became evident in international financial markets as the year progressed.

The recycling of funds was concentrated to a considerable extent in the Euro-currency market which received about half of the liquid investments of the OPEC countries. There was also substantial investment in U.S. and U.K. government securities and in bank deposits in those countries. The inflow of investment into the Euro-currency market appears to have reached a very high level in the second quarter of the year when some signs of strain developed in that market. Although not directly related to the recycling problem, bank failures in a number of countries through the spring and summer focussed attention on possible weaknesses in the international banking system. The preference of the oil-exporting countries for highly liquid assets and the needs of oil-importing countries for longer-term credit meant that financial intermediaries, mainly banks, were increasingly exposed to the risks inherent in the extension of longer-term loans on the basis of short-term deposits. The growth in the volume of bank credit extended through the Euro-currency market apparently slowed in the closing months of the year, though this was partially offset by a recovery in the international bond market.

In addition to the funds flowing through market channels, a significant amount of recycling occurred through the extension of direct loans and grants and direct investment by OPEC countries, as well as through existing and new facilities at international financial institutions. A number of the developed oil-consuming countries negotiated sizeable direct loans and some of these bilateral arrangements provided for advance export payments or an extension of trade credit by OPEC countries. In recognition of the special difficulties of some of the developing countries, assistance was provided directly by the OPEC countries through grants and loans on either a bilateral or regional basis.

The process of international consultation begun early last year has helped to facilitate the financing of the large oil deficits. In June 1974, the IMF Oil Facility was created. This facility, financed by a number of OPEC countries, Canada and the Netherlands, has provided about SDR 3 billion to assist member countries. Credits were mainly drawn by developing countries, though there were also drawings by Italy. Existing credit facilities such as the IMF stand-by arrangements and those of the European

traduit en grande partie par des mouvements internationaux de capitaux; néanmoins, les importations de ces pays en 1974 ont été un peu supérieures à ce qu'on escomptait. Il reste cependant que ces derniers n'ont pour le moment qu'une capacité d'importer limitée. Même dans les pays les mieux placés à cet égard, l'accomplissement des grands travaux d'équipement prévus exigera de longs délais. Aussi peut-on prévoir le maintien, pendant un certain temps encore, d'importants déséquilibres des paiements courants.

Au début de 1974, les pays importateurs de pétrole se préoccupaient surtout du mode de financement des importants déficits prévus et de l'influence perturbatrice que ceux-ci étaient susceptibles d'exercer sur le commerce international et sur le système des paiements. On se demandait alors s'il serait possible de recycler efficacement les pétrodollars pour équilibrer les déficits des divers pays importateurs de pétrole. En outre, on ne savait quel rôle les marchés financiers internationaux seraient appelés à jouer comme intermédiaires, ni quelle serait l'issue des consultations internationales qui venaient d'être entamées à l'époque.

En réalité, la plupart des pays ont pu financer sans grandes difficultés leur déficit en 1974. Par rapport à l'année précédente, les fluctuations des taux de change réels ont été assez limitées et les réserves des grands pays industriels se sont en fait accrues. Dans l'ensemble, les pays intéressés ont été en mesure de couvrir leur déficit sans essayer d'en transmettre la charge à d'autres nations, encore que des tensions soient apparues au fil des mois sur les marchés financiers internationaux.

Le recyclage des capitaux s'est effectué surtout sur le marché des eurodevises, qui a absorbé environ la moitié des disponibilités des pays de l'O.P.E.P. Ces derniers ont également effectué de gros placements aux États-Unis et au Royaume-Uni sous forme de fonds d'État et de dépôts bancaires. L'afflux de liquidités sur le marché des eurodevises semble avoir culminé au second semestre de l'année, période à laquelle des signes de tension sont apparus sur le marché. Bien qu'elles ne soient pas directement liées au problème du recyclage, les faillites d'établissements bancaires dans un certain nombre de pays, au printemps et à l'été, ont attiré l'attention sur d'éventuelles faiblesses possibles du système bancaire international. La préférence des pays exportateurs de pétrole pour des avoirs extrêmement liquides et les besoins des pays importateurs en concours à relativement long terme ont eu pour résultat d'exposer de plus en plus les intermédiaires financiers, principalement les banques, au danger que constitue le financement de prêts à long terme au moyen de fonds déposés à court terme. La croissance des crédits bancaires

Monetary Cooperation Fund were also utilized and Germany extended a large loan to Italy with gold as collateral.

Although the financing of the oil-consuming countries' current account deficit in 1974 was accomplished with less difficulty than had been feared, the international payments problems facing the world economy loom no less large than they did a year ago. At that time most oil-importing countries had at their disposal relatively large reserves against which they could borrow. However, even though some adjustment is taking place through increased exports to OPEC countries, the cumulative deficits of oil-importing countries are increasing sharply. Moreover the borrowing power of some countries is already diminishing and, over time, debt servicing charges will become an additional burden. As a result, some countries are likely to face mounting difficulties in financing their deficits through market channels. It is for this reason that the IMF Interim Committee of the Board of Governors on the International Monetary System, at its meeting in January of this year, agreed that the IMF oil Facility created in June 1974 should be continued and that the resources available to it in 1975 should be enlarged by SDR 5 billion. The Committee also agreed to keep under constant review the operation of the Oil Facility and to recommend further measures should they become necessary. At the same time, member countries of the Group of Ten agreed to establish a new financial support arrangement for OECD member countries. The aim is to provide emergency assistance to member countries encountering serious balance of payments difficulties in order that they will be able to pursue appropriate economic policies. The total of all participants' quotas, as presently envisaged, is approximately U.S. $25 billion for a period of two years. In regard to the developing countries, it was also agreed by the Joint IMF – IBRD Development Committee* that the feasibility of creating a special trust fund should be studied to provide assistance to the most seriously affected developing countries. These various international initiatives seem likely to be helpful but the size of the present international disequilibrium is very large indeed.

The various forums for international consultation also provided opportunities for reviewing the appropriateness of demand management policies in the light of the setback to economic activity in 1974 and the continuing problem of inflation. In the event, demand management policies have been adjusted in response to the increasing concern about the

*The Joint Ministerial Committee of the Boards of Governors of the Bank and the Fund on the Transfer of Real Resources to Developing Countries.

accordés par l'intermédiaire du marché des eurodevises semble s'être ralentie vers la fin de l'année, mais ce phénomène a été partiellement compensé par une reprise du marché obligataire international.

Outre les mouvements de capitaux qui ont eu lieu sur les marchés, le recyclage a également pris la forme de prêts directs et de dons, d'investissements directs de la part des pays de l'O.P.E.P. et de recours à des mécanismes existants ou nouveaux proposés par des organismes financiers internationaux. Un certain nombre de pays industriels consommateurs de pétrole ont négocié d'importants emprunts directs, certains des accords bilatéraux prévoyant des avances sur exportations ou l'octroi de crédits commerciaux par des pays de l'O.P.E.P. Devant les problèmes particulièrement aigus de certains des pays en voie de développement, les États de l'O.P.E.P. leur ont accordé des subventions et des prêts dans le cadre de formules bilatérales ou régionales.

Les consultations internationales amorcées au début de l'an dernier ont facilité le financement des importants déficits pétroliers. En juin 1974, le F.M.I. a créé son «mécanisme pétrolier». Ce dernier, financé par un certain nombre de pays de l'O.P.E.P., le Canada et les Pays-Bas, a fourni environ 3 milliards de D.T.S. pour aider les pays membres du Fonds. Les crédits ont bénéficié surtout aux pays en voie de développement, encore que l'Italie se soit également prévalue de ce mécanisme. Des formules de crédit existantes, comme les accords de stand-by du F.M.I. et les facilités offertes par le Fonds de Coopération Monétaire Européenne, furent également mises à contribution; de plus l'Allemagne a accordé à l'Italie un important prêt gagé sur l'or.

Si le financement des déficits courants des pays importateurs de pétrole en 1974 a soulevé moins de difficultés qu'on ne l'avait craint, les problèmes de paiements internationaux que doit résoudre l'économie mondiale restent tout aussi menaçants qu'il y a un an. La plupart des pays consommateurs de pétrole disposaient alors de réserves assez importantes, qui pouvaient leur servir de garantie pour l'obtention de crédits. Si l'augmentation des exportations vers les pays de l'O.P.E.P. joue dans un sens favorable, le déficit cumulé des pays importateurs n'en accuse pas moins une vive hausse. En outre, la capacité d'emprunt de certains États diminue déjà et, avec le temps, le service de la dette représentera une charge supplémentaire. On peut donc prévoir que certains pays éprouveront sans doute des difficultés croissantes à financer leur déficit sur le marché. Pour cette raison, le Comité intérimaire du Conseil des Gouverneurs du F.M.I. chargé d'étudier le système monétaire international a convenu, lors de sa réunion de janvier, de maintenir le «mécanisme pétrolier» instauré en juin 1974 et d'accroître de 5 milliards de D.T.S. en 1975 les

weakness of output and rising unemployment. There has been a move towards an easing of monetary restraint, and several countries, notably Germany, have also taken expansionary fiscal measures. The U.S. Administration has recently made a number of fiscal proposals aimed at stimulating the economy and reducing U.S. dependence on imports of energy.

At present the economic prospects for the industrial countries continue to be surrounded by a good deal of uncertainty. While actions have been taken to encourage a revival of demand, inflation continues to be a major concern. The economic climate should be conducive to some abatement of inflation in the months ahead but, in most countries, cost-push pressures are severe and are tending to hinder progress in this direction.

ressources mises à sa disposition. Le Comité s'est également engagé à surveiller le fonctionnement du mécanisme pétrolier et à recommander toute nouvelle mesure qui pourrait se révéler nécessaire. Parallèlement, les pays membres du Groupe des Dix ont convenu de mettre sur pied une nouvelle formule de soutien financier en faveur des pays membres de l'O.C.D.E., en vue de pouvoir fournir des concours d'urgence à ceux d'entre eux qui éprouveraient de graves difficultés de balance des paiements de façon à leur permettre d'appliquer une politique économique appropriée. Les quote-parts actuellement prévues pour tous les participants devraient totaliser environ 25 milliards de dollars É.-U. pour deux ans. En ce qui concerne les pays en voie de développement, le Comité conjoint de développement du F.M.I. et de la B.I.R.D.* a convenu qu'il faudrait étudier la possibilité de créer un fonds spécial d'aide aux pays les plus touchés. Ces diverses initiatives internationales auront sans doute un rôle utile à jouer, mais le déséquilibre actuel des paiements entre pays revêt une ampleur considérable.

Ces divers aréopages de consultation internationale ont aussi permis d'étudier l'opportunité des politiques de la demande dans le contexte du recul de l'activité économique enregistré en 1974 et de la poursuite de l'inflation. En l'occurrence, les autorités ont modifié ces politiques devant les préoccupations croissantes suscitées par la faiblesse de la production et la montée du chômage. Un assouplissement de la politique monétaire a été noté et plusieurs pays, dont l'Allemagne, ont en outre pris des mesures fiscales expansionnistes. Le gouvernement américain a également proposé récemment un certain nombre de mesures fiscales destinées à relancer l'économie et à réduire la dépendance des États-Unis vis-à-vis des fournisseurs étrangers de produits énergétiques.

À l'heure actuelle, une grande incertitude pèse toujours sur les perspectives économiques des pays industrialisés. Bien que des mesures aient été prises en vue de promouvoir une reprise de la demande, l'inflation reste un problème de premier plan. La conjoncture économique devrait favoriser une certaine atténuation du taux d'inflation au cours des mois qui viennent; cependant, tout progrès en ce sens risque d'être entravé par la forte pression des coûts dans la plupart des pays.

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

Aspects of recent financial developments

The Annual Report of the Governor for 1974 provides a broad review of the major financial developments during 1974 and early 1975. This note provides some additional information on borrowing by the non-financial sectors of the economy and on the activity of financial institutions.

Financing by major borrowers

The total amount of funds raised by Canadian borrowers in 1974 was considerably higher than in 1973, although there was an easing in the strength of credit demands by some major borrowing groups during the course of the year. This was particularly pronounced in the residential mortgage market and was also evident in consumer borrowing, though funds raised in these markets in 1974 as a whole were of the same order of magnitude as in 1973. In contrast, there was a substantial increase in the amount of funds raised by non-financial business during 1974, despite the slowing in economic activity. Borrowing by governments was also appreciably higher.

Governments

The federal Government's net Canadian dollar financing requirements for domestic transactions were about $1.8 billion in 1974, roughly twice as large as in 1973. Ordinary exchange transactions resulted in a net inflow of Canadian dollars to the Government of $158 million, with the result that the Government's total Canadian dollar cash requirements were about $1.6 billion in 1974. The outstanding amount of Government of Canada securities increased by $4.2 billion during the year; the marketable debt increased by $1.7 billion and there was an increase of $2.4 billion in the outstanding amount of Canada Savings Bonds over the year. As a result of these developments which are discussed in more detail in the Annual Report the Government's Canadian dollar cash balances were $2.6 billion higher at the end of 1974 than a year earlier (see Appendix Table I).

Quelques aspects de l'évolution récente de la situation financière

Dans son Rapport annuel pour 1974, publié il y a quelques jours, le Gouverneur de la Banque du Canada retrace les grandes lignes de l'évolution financière enregistrée au cours de l'année 1974 et au début de 1975. Le présent article apporte des renseignements complémentaires sur le financement obtenu par les secteurs non financiers de l'économie et sur les opérations des institutions financières.

Le financement obtenu par les principaux secteurs économiques

Le montant global des concours financiers recueillis par les emprunteurs canadiens en 1974 a été nettement supérieur au chiffre enregistré en 1973, encore que la demande de crédit de certaines grandes catégories d'emprunteurs ait connu une détente au cours de l'année. Ce phénomène, qui a été particulièrement prononcé sur le marché des prêts hypothécaires à l'habitation, s'est aussi manifesté sur celui du crédit à la consommation, bien que le financement fourni par ces marchés sur l'ensemble de 1974 ait été du même ordre qu'en 1973. En revanche, les emprunts des entreprises non financières se sont considérablement accrus malgré le ralentissement de l'activité économique. Ceux du secteur public ont également marqué une progression sensible.

Le secteur public

Les besoins de trésorerie nets en dollars canadiens du gouvernement fédéral au titre de ses opérations internes se sont situés à environ 1.8 milliard de dollars en 1974, soit approximativement au double de ceux de 1973. Les opérations ordinaires de change s'étant soldées par une recette nette de 158 millions de dollars canadiens, le gouvernement devait encore se procurer quelque 1.6 milliard de dollars canadiens en 1974. En fait, l'encours des titres du gouvernement fédéral a progressé au cours de l'année de 4.2 milliards de dollars, à savoir 1.7 milliard de dollars de titres négociables et 2.4 milliards de dollars d'Obligations d'épargne du Canada. Ces développements, qui sont exposés de façon plus détaillée dans le Rapport

There were significant differences in the financial positions of individual provinces in 1974. Taken as a group, however, provincial and municipal governments and their enterprises raised a total of over $4 billion in 1974, nearly $1 billion more than in the previous year (see Appendix Table I). This increase was primarily met through net new issues of

annuel, ont fait que les dépôts du gouvernement fédéral en dollars canadiens étaient, à la fin de 1974, de 2.6 milliards de dollars plus élevés qu'un an plus tôt (voir Tableau I de l'Annexe).

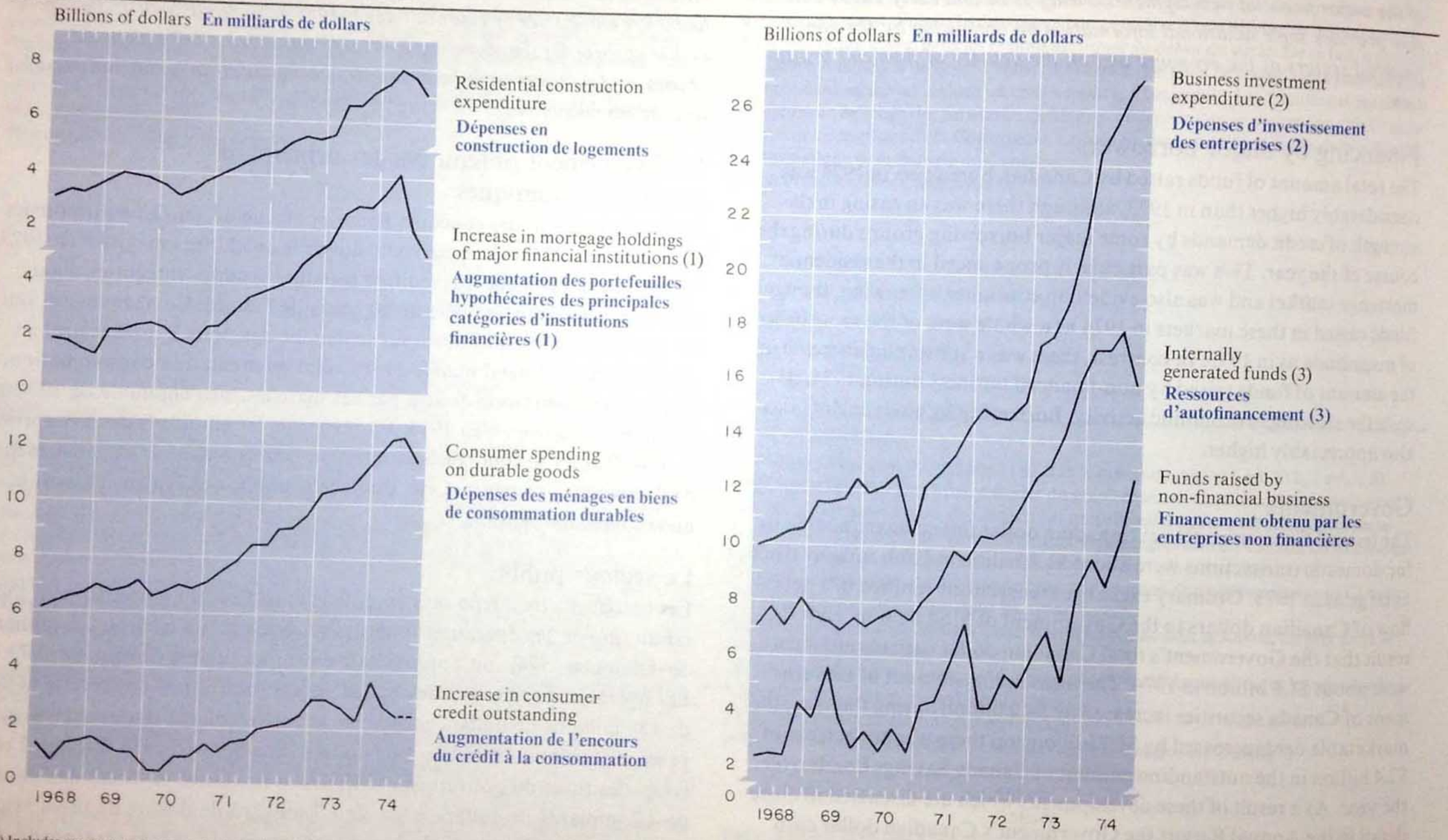
En 1974, les provinces ont eu des situations de trésorerie sensiblement différentes. Toutefois, l'ensemble des provinces, des municipalités et de

Relationship between selected components of Gross National Product and funds raised by major private borrowers

Évolution comparée de quelques composantes du produit national brut et du financement obtenu par les principales catégories d'agents économiques du secteur privé

Quarterly, seasonally adjusted at annual rates

Données trimestrielles désaisonnalisées, taux annuels



(1) Includes mortgages on new and existing housing and on some non-residential property; includes CMHC.

(1) Comprend les prêts hypothécaires sur logements neufs ou existants, ainsi que sur certains types de constructions non résidentielles; comprend aussi les prêts de la S.C.H.L.

(2) Business fixed investment (including government enterprises) and non-farm inventory investment at book value.

(2) Investissements fixes des entreprises (y compris les entreprises du secteur public) et stocks non agricoles (valeur comptable).

(3) Undistributed corporation profits (cash basis) and corporate capital consumption allowances.

(3) Bénéfices non répartis des sociétés en termes de comptabilité de caisse et provisions des sociétés pour amortissement du capital fixe.

bonds placed in foreign markets; there was a substantial increase in funds raised in the U.S. market and in the latter part of the year nearly $1.2 billion of bonds were placed in overseas markets. At the same time, municipalities continued, as they had in 1973, to rely heavily on bank credit. In contrast to the pattern typical of previous years, municipal loans continued to increase at a rapid rate throughout the second half of 1974 and there was a further sizeable increase in early 1975.

Private borrowers

In total, private non-financial borrowers raised $18 billion of funds in 1974, over $3 billion more than in the previous year. As has been mentioned, this increase was attributable to business financing; funds raised in the residential mortgage and consumer credit markets were little changed for the year as a whole (see Table I).

The accompanying chart illustrates the broad relationships in recent years between the amounts of funds raised by the major private borrowing groups and their investment spending or outlays on durable goods. In the housing sector the relationship between spending and the associated flow of credit is fairly close. Thus the strong growth of residential construction spending from 1970 until mid-1974 gave rise to a relatively steady increase in the flow of residential mortgage credit. (The rapid increase in mortgage financing, particularly towards the end of this period, also reflected rising land costs and the financing of sales of existing housing at higher prices.) By early 1974 signs of a slackening in housing activity had emerged. New housing starts peaked at very high levels in the first quarter and declined during the remainder of the year. The flow of mortgage loan approvals on both new and existing housing fell abruptly in May-June and remained below the levels of 1973 during the second half of 1974. As a result of these changes in the tempo of activity, both residential construction spending and the flow of mortgage financing declined during the second half of 1974.

Although consumer borrowing is not as closely related to a particular category of spending as is residential mortgage borrowing, a substantial part is used for the financing of purchases of automobiles and other consumer durable goods. The flow of consumer credit rose steadily from early in 1970 until early in 1973. Since then the flow has remained at a relatively high level; the fluctuations in 1973 and the first part of 1974 seem to have been related in large part to variations in automobile sales.

In the case of non-financial business, the relationships between spending

leurs entreprises a emprunté plus de 4 milliards de dollars en 1974, soit presque un milliard de plus que l'année précédente (voir Tableau I de l'Annexe). Cette augmentation résulte surtout d'émissions obligataires sur les marchés étrangers; le marché américain a été une sensiblement davantage à contribution et, au cours des derniers mois de l'année, près de ½ milliard de dollars d'obligations ont été placées sur les marchés d'outre-mer. Parallèlement, les administrations municipales ont continué, comme en 1973, à recourir dans une très large mesure au crédit bancaire. Modifiant leur comportement des années précédentes, les municipalités ont augmenté leurs recours à l'emprunt à un rythme rapide tout au long du second semestre de 1974 et continué sur leur lancée au début de 1975.

Le secteur privé

Les agents économiques non financiers du secteur privé se sont procuré en 1974 18 milliards de dollars, soit plus de 3 milliards de dollars de plus que l'année précédente. Comme nous l'avons déjà indiqué, c'est le financement externe des entreprises qui a marqué cette progression; les prêts hypothécaires à l'habitation et le crédit à la consommation n'ont guère varié d'une année à l'autre (voir Tableau I).

Le graphique ci-dessus fait ressortir qu'il y a eu ces dernières années un certain rapport entre le volume des fonds obtenus par les principales catégories d'emprunteurs du secteur privé et leurs dépenses en immobilisations ou en biens de consommation durables. Dans le secteur de l'habitation, la relation entre les dépenses et le flux correspondant de financement est assez directe. Ainsi, la forte progression de la dépense en construction résidentielle de 1970 jusqu'au milieu de 1974 a été associée à une croissance relativement soutenue du flux des prêts hypothécaires à l'habitation. L'accroissement rapide du financement hypothécaire, en particulier vers la fin de cette même période, est également lié au renchérissement des terrains et des logements existants. Dès 1974, l'activité dans le bâtiment a commencé à donner des signes d'essoufflement. Les mises en chantier de logements atteignaient un sommet très élevé au premier semestre pour ensuite fléchir pendant le reste de l'année. Les approbations de prêts hypothécaires sur logements neufs et sur logements existants ont accusé un net recul en mai et en juin et les montants accordés pendant le second semestre de 1974 sont restés à des niveaux inférieurs à ceux de 1973. Ces variations du rythme d'activité dans le bâtiment ont entraîné au second semestre de 1974 à la fois une régression des dépenses consacrées à la construction résidentielle et une diminution du flux du financement hypothécaire.

Table I
Tableau I

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

Billions of dollars **En milliards de dollars**

	1972 1972	1973 1973	1974 1974	
FUNDS RAISED				FINANCEMENT OBTENU
Private non-financial business	4.8	6.8	10.1	Enterprises non financiers du secteur privé
Mortgage borrowers[1]	4.1	6.3	6.2	Emprunteurs hypothécaires[1]
Consumers	2.2	2.8	2.9	Ménages
Total private borrowing	11.1	16.0	19.2	Ensemble du secteur privé
Provinces and municipalities[2]	3.6	3.3	4.2	Provinces et municipalités[2]
Sub-total	14.6	19.3	23.4	Total partiel
Government of Canada[3]	1.6	–0.1	4.2	Gouvernement canadien[3]
Total	16.2	19.2	27.6	Total
TYPES OF FINANCING				FORMES DE FINANCEMENT
Loans and Mortgages				Prêts et crédit hypothécaire
Chartered banks	4.9	7.1	8.0	Banques à charte
Non-banks	4.0	7.0	7.2	Institutions autres que les banques
Canadian dollar marketable securities				Titres négociables libellés en dollars canadiens
Treasury bills and short-term paper	0.3	0.4	2.4	Bons du Trésor et papier à court terme
Bonds	2.5	2.1	3.3	Obligations
Stocks	0.4	0.4	0.4	Actions
Foreign currency securities[4]	0.9	0.6	1.9	Obligations en monnaies étrangères[4]
Canada Savings Bonds	1.2	–0.4	2.4	Obligations d'épargne du Canada
Others[5]	1.9	2.0	1.9	Autres[5]
Total	16.2	19.2	27.6	Total

[1]These are principally mortgages secured by residential property. The figures exclude net mortgage lending by governments and their agencies, notably CMHC, which is reflected in the financing requirements of the respective governments.
[2]Includes government enterprises. Loans from the Government of Canada are excluded.
[3]Net changes in Canadian dollar Government of Canada securities outside Government accounts; does not include temporary financing resulting from swap transactions between the Bank of Canada and the Exchange Fund Account. The figures shown are not a measure of Government of Canada cash requirements.
[4]Includes Canadian dollar bonds placed in overseas markets.
[5]Provincial and municipal securities purchased with Canada Pension Plan funds, consumer credit extended by other than financial institutions and direct investment from abroad.

[1]Il s'agit principalement ici de prêts hypothécaires à l'habitation. Non compris le montant net des prêts hypothécaires consentis par les gouvernements ou leurs agences, particulièrement la S.C.H.L., qui figurent dans les besoins de financement 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 du gouvernement. Les chiffres ne comprennent pas le financement temporaire résultant d'opérations swaps entre la Banque du Canada et le Fonds des changes et ne constituent pas des indicateurs des besoins de trésorerie du gouvernement canadien.
[4]Y compris les obligations libellées en dollars canadiens placées sur les marchés d'outre-mer.
[5]Comprend les titres de provinces ou de municipalités achetés avec des fonds du Régime de pensions du Canada, le crédit à la consommation provenant de sources autres que les institutions financières et les investissements directs des non-résidents au Canada.

and borrowing are somewhat more complex than in the housing and consumer sectors. In the early stages of an upswing in business investment spending, such as the period that began in 1970, the flow of internally generated funds tends to increase fairly strongly. These internal funds provide much of the financing for investment and thus limit the

Si le lien entre les prêts à la consommation et une catégorie quelconque de dépense n'est pas aussi étroit que celui que nous venons de mentionner à propos du crédit hypothécaire à l'habitation, il reste qu'ils servent pour une bonne partie à financer l'achat d'automobiles et d'autres biens de consommation durables. Après avoir progressé de façon soutenue du début

pressure on businesses to raise funds from financial institutions and in credit markets. (Businesses may, however, increase their borrowing in such periods in order to strengthen their liquidity positions, as they did in 1971.) As the rise in investment spending continues and gathers momentum, it tends to run ahead of that in internally generated funds and businesses turn increasingly to outside sources in order to finance their investment spending. Developments in the business sector since 1970 have followed this broad pattern.

In 1974 the flow of internally generated funds did increase substantially, but the increase was well short of that needed to finance investment in inventories and in fixed capital assets. A large part of the increase in profits, at least in the early months of the year, reflected sales of inventories purchased earlier at lower prices. Since such 'inventory' profits had for the most part to be used to replace inventories at current prices, they were not available for other purposes. Moreover, there were substantial additions made to inventories during the year – partly reflecting unplanned accumulations as sales slowed – and this build-up of stocks added to financing requirements. At the same time, outlays on plant and equipment continued on a strongly rising trend. With the gap between investment outlays and internal sources of funds widening sharply, business raised a record $10 billion from outside sources in 1974, about $3 billion more than in 1973.

Reliance on longer term securities markets, both in Canada and abroad, increased somewhat; net new issues of Canadian dollar bonds totalled $1 1/4 billion for the year, $350 million more than in 1973, and there was also a sizeable increase in foreign currency issues during the second half of 1974. With the continued decline in interest rates, corporate activity in the bond market has remained strong in the early part of this year. Funds raised in the equity markets fell to a low level in the first half of 1974, although there was an appreciable pick-up in stock issues in the latter part of the year.

Although these long-term sources provided some additional financing for non-financial businesses, a much larger proportion of the increase in funds raised by this sector was obtained in short-term forms. A record amount of funds was obtained from the chartered banks, from other financial institutions such as finance companies and institutions affiliated with foreign banks, and through sales of short-term paper. Commercial paper and bankers' acceptances accounted for nearly one fifth of the total funds raised by private businesses (see Appendix Table II).

de 1970 au début de 1973, le flux du crédit à la consommation s'est maintenu à un niveau relativement élevé; les fluctuations observées en 1973 et au premier semestre de 1974 semblent correspondre dans une large mesure aux variations des ventes d'automobiles.

En ce qui concerne les entreprises non financières, la relation entre la dépense et le recours à l'emprunt se révèle un peu plus complexe que dans le cas du logement et de la consommation. Aux premiers stades d'une période d'expansion des dépenses d'investissement des entreprises, celle qui a commencé en 1970 par exemple, le flux des ressources d'autofinancement a tendance à augmenter assez rapidement. Ces ressources suffisent dans une large mesure à financer les dépenses d'investissement et, par conséquent, atténuent la nécessité pour les entreprises de faire appel aux institutions financières et aux marchés du crédit. (Il est toutefois possible que les entreprises continuent de recourir à l'emprunt pendant ces périodes afin de renforcer leur situation de trésorerie, comme elles l'ont fait en 1971.) La progression des dépenses d'investissement se poursuivant et s'accélérant, celle-ci tend à dépasser celle des ressources d'autofinancement de sorte que les entreprises doivent se tourner de plus en plus vers les sources externes de financement. Généralement parlant, c'est bien ainsi que les choses se sont passées dans le secteur des entreprises non financières depuis 1970.

En 1974, le flux des ressources d'autofinancement a effectivement marqué une nette avance, mais cette progression a été bien inférieure à celle que nécessitaient la formation des stocks et la dépense en immobilisations. L'accroissement des marges bénéficiaires observé au cours des premiers mois de l'année du moins tient en grande partie à la réalisation de stocks acquis avant la hausse des prix. Comme il a généralement fallu affecter ces bénéfices à reconstituer les stocks aux nouveaux prix, ils ne pouvaient plus être utilisés à d'autres fins. Par ailleurs, les stocks se sont sensiblement accrus au cours de l'année, en partie à cause d'une accumulation involontaire imputable au ralentissement des ventes, ce qui a fait augmenter les besoins de financement des entreprises. Parallèlement, les investissements en biens d'équipement ont poursuivi leur vive ascension. L'écart entre les dépenses d'investissement et l'apport interne de fonds s'étant considérablement élargi, les entreprises ont dû se procurer en 1974 sous forme de financement externe le montant record de 10 milliards de dollars, soit quelque 3 milliards de plus que l'année précédente.

Les entreprises ont quelque peu accru leurs recours aux marchés canadiens et étrangers de titres à long terme. Les émissions nettes d'obligations libellées en dollars canadiens ont totalisé 1¼ milliard de dollars en 1974, soit

As a result of these changing patterns of financing there was some further tightening of the liquidity position of industrial corporations during the first three quarters of the year, as measured by conventional ratios such as current assets to current liabilities. In addition, debt financing has become increasingly more important relative to equity financing and short-term debt has become relatively more important than long-term debt, though there was growing recourse to long-term bond markets in late 1974 and in the opening months of 1975.

Financial institutions

A substantial part of the increase in borrowing in 1974 was met by financial institutions; the remainder of this note focuses on the growth of their assets. Although the total major assets of financial institutions combined increased by 16 per cent during 1974, this was a somewhat less rapid growth than in 1973 (see Table II). The deceleration reflected a

350 millions de plus qu'en 1973, et les émissions en devises étrangères ont également marqué une progression considérable au second semestre. La persistance de la baisse des taux d'intérêt fait que les sociétés sont demeurées très actives sur le marché obligataire au cours des premiers mois de 1975. Le financement par émission d'actions a été minime au premier semestre de 1974, mais a enregistré un regain appréciable pendant la seconde moitié de l'année.

Ces sources de financement à long terme ont fourni un certain montant de ressources additionnelles aux entreprises non financières, mais l'accroissement des concours obtenus par ce secteur a dans une bien plus forte proportion revêtu la forme de prêts à court terme. Les entreprises se sont procuré un montant sans précédent de fonds, soit des banques à charte ou des autres établissements financiers comme les sociétés de financement et les institutions affiliées à des banques étrangères, soit par émission de papier à court terme. Près d'un cinquième des capitaux recueillis par l'entreprise privée non finan-

Table II
Tableau II

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

	Billions of dollars December 1974 / En milliards de dollars Décembre 1974	Variation en % — December to December / De décembre à décembre			Annual rates, seasonally adjusted / Taux annuels; données désaisonnalisées	
		1972 / 1972	1973 / 1973	1974 / 1974	December 1973 to June 1974 / De décembre 1973 à juin 1974	June 1974 to December 1974 / De juin 1974 à décembre 1974
Deposit-taking institutions						
Chartered banks[1]	59.6	17	19	19	19	20
Trust and mortgage loan companies and Quebec savings bank	18.9[2]	15	23	16	23	10
Credit unions and caisses populaires	10.0	27	25	18	20	17
Sub-total	88.5	18	21	19	20	17
Contractual savings institutions						
Life insurance companies	20.0	9	9	9	10E	8
Pension funds	17.8	12	14	14	14E	14
Sub-total	37.8	10	11	11	11	10
Sales finance and consumer loan companies	7.4	13	20	15	21[3]	10[3]
Total	133.6	15	18	16	17	15
						Institutions de dépôt
						Banques à charte[1]
						Sociétés de fiducie ou de prêt hypothécaire et la Banque d'épargne opérant au Québec
						Caisses populaires et credit unions
						Total partiel
						Institutions d'épargne contractuelle
						Compagnies d'assurance-vie
						Caisses de retraite
						Total partiel
						Sociétés de financement ou de prêt à la consommation
						Total

Note: Data for December 1974 are estimated except for banks.

[1]Major Canadian dollar assets; average of Wednesdays.
[2]Includes $0.8 billion of assets of the Quebec savings bank.
[3]Not seasonally adjusted.

[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

slowing in the rates of growth of the non-bank deposit-taking institutions and sales finance companies in the second half of the year when the pace of net investment in mortgages and consumer lending moderated.

The Canadian dollar major assets of the *chartered banks* increased during 1974 at the same pace as in 1973 (see Table III). Holdings of Canadian liquid assets and other short-term Canadian dollar assets increased more rapidly, but the rate of growth of the banks' Canadian dollar loan portfolios moderated in 1974 from the high rate in the previous year.

cière résulte de l'émission de papier commercial et d'acceptations bancaires (voir Tableau II de l'Annexe).

Ces modifications observées au niveau du financement des sociétés industrielles donnent à penser que la situation de trésorerie de ces dernières s'est de nouveau quelque peu resserrée les trois premiers trimestres de 1974, si l'on s'en tient à un ratio conventionnel tel que le coefficient de liquidité (actif disponible et réalisable à court terme par rapport au passif exigible à court terme). En outre, le financement par l'emprunt a acquis une importance accrue par rapport au financement par émission d'actions, tandis que les

Table III
Tableau III

Chartered bank selected assets
Quelques avoirs des banques à charte

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

Billions of dollars December 1974 En milliards de dollars Décembre 1974	Annual rates of change Taux annuels de variation				
	Years Années		Half-years[1] Semestres		
	Dec. 1972 to Dec. 1973 De déc. 1972 à déc. 1973	Dec. 1973 to Dec. 1974 De déc. 1973 à déc. 1974	Dec. 1973 to June 1974 De déc. 1973 à juin 1974	June 1974 to Dec. 1974 De juin 1974 à déc. 1974	
Canadian liquid assets	12.7	3	14	11	18
(Canadian liquid assets, and other short-term Canadian assets[2]	(13.7)	(1)	(19)	(5)	(35)
Loans, mortgages and other investments	46.8	25	21	21	21
Canadian dollar loans	37.4	27	19	19	18
General loans	34.8	26	19	19	18
–business[3]	20.6	27	20	22	18
–unsecured personal[3]	10.8	24	22	24	20
Mortgages	5.9	34	33	37	30
Provincial, municipal and corporate securities[4]	2.4	4	7	7	7
Canadian dollar major assets	59.6	19	19	19	20
Memo: Bank business loans and foreign currency loans to residents plus commercial paper and bankers' acceptances[3][5]	26.7	25	33	33	33

Avoirs liquides canadiens
(Avoirs liquides canadiens et autres avoirs canadiens à court terme[2]
Prêts, portefeuilles hypothécaires et autres placements
Prêts en dollars canadiens
Prêts généraux
–prêts aux entreprises[3]
–prêts personnels autres que sur titres[3]
Prêts hypothécaires
Titres des provinces, des municipalités et des sociétés[4]
Principaux avoirs en dollars canadiens
Pour mémoire: Prêts aux entreprises et prêts en monnaies étrangères aux résidents, plus le papier commercial et les acceptations bancaires[3][5]

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

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

Table IV
Tableau IV

Chartered bank business loans and authorizations
Banques à charte : Prêts et lignes de crédit accordés aux entreprises

	Billions of dollars December 1974 En milliards de dollars Décembre 1974	Percentage change Variation en %							
		Month-end En fin de mois							
		December to December De décembre à décembre			December 1972 to June 1973 De décembre 1972 à juin 1973	June 1973 to December 1973 De juin 1973 à décembre 1973	December 1973 to June 1974 De décembre 1973 à juin 1974	June 1974 to December 1974 De juin 1974 à décembre 1974	
		1972 1972	1973 1973	1974 1974					
Business loans outstanding									Encours des prêts aux entreprises
Total	20.6	22	27	20	29	26	26	15	Total
Under authorized limits of:									Dans le cadre de crédits autorisés
Less than $1 million	8.1	18	19	19	32	7	33	8	de moins de 1 million
$1 million to $5 million	4.6	26	27	21	34	21	46	1	de 1 million à 5 millions
$5 million and over	7.8	23	37	20	22	55	8	33	de 5 millions et plus
Business loan authorizations									Lignes de crédit
$100,000 and over	24.8*	20	18	—	16	20	—	—	$100,000 et plus
$200,000 and over	31.4	—	—	23	—	—	24	21	$200,000 et plus
Under authorized limits of:									Dans le cadre de crédits autorisés
$100,000 to $1 million	6.1*	22	20	—	18	23	—	—	de 100,000 à 1 million de dollars
$200,000 to $1 million	6.0	—	—	16	—	—	19	12	de 200,000 à 1 million de dollars
$1 million to $5 million	8.0	23	16	18	18	15	23	13	de 1 million à 5 millions
$5 million and over	17.4	18	18	28	15	21	27	29	de 5 millions et plus

*June 1973.

*Juin 1973.

Table V
Tableau V

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

	Billions of dollars December 1974 En milliards de dollars Décembre 1974	Percentage change Variation en %					
		December to December De décembre à décembre			Annual rates, seasonally adjusted Taux annuels, données désaisonnalisées		
		1972 1972	1973 1973	1974 1974	1974 1974		
					I I	II II	
Chartered banks	10.8	24	24	22	24	20	Banques à charte
Sales finance and consumer loan companies	3.0	12	10	3	7	–	Sociétés de financement ou de prêt à la consommation
Credit unions and caisses populaires	2.8	18	21	17	23	13	Caisses populaires et credit unions
Other[1]	4.0	8	12	14	18	10	Autres prêteurs[1]
Total	20.6	17	19	16	20	14	Total

[1]Includes credit extended by the life insurance companies, trust and loan companies, the Quebec savings bank, department stores, furniture and appliance dealers, public utility companies and through the use of oil company and other credit cards.

[1]Comprend les compagnies d'assurance-vie, les sociétés de fiducie et de prêt, une banque d'épargne opérant au Québec, les grands magasins, les magasins de meubles et d'appareils ménagers, les entreprises de services d'utilité publique, ainsi que (mais uniquement en ce qui concerne le crédit distribué au moyen de leurs cartes de crédit) les sociétés pétrolières et certains autres émetteurs de cartes de ce genre.

Much of this moderation took place in loans to large business borrowers who, as mentioned earlier, raised substantial amounts of funds through the issuance of commercial paper and bankers' acceptances. In addition, a marked increase in the banks' foreign currency loans to Canadian businesses undoubtedly reflected to some extent substitution for Canadian dollar loans.

The classification by size of authorization of the banks' Canadian dollar business loans shows that the growth of loans to business borrowers with lines of credit of $5 million and over in particular decelerated sharply (see Table IV). On the other hand, business loans to borrowers with credit lines of less than $1 million rose at the same pace in 1974 as in the previous year. In May 1973 the banks introduced a dual prime rate structure whereby the rate charged for loans to customers with authorizations of $200,000 or less was linked to a lower base rate than the prime rate applicable to larger borrowers. Between May 1973 and July 1974 the prime rates for large borrowers were increased by 5 percentage points while the base rates for smaller borrowers were raised by 4 percentage points by most banks. The differential between the two rates began to narrow again last November, when the banks began to move their prime rates down. Business loan rates are now well below the peak rates reached last summer and recently the differential between their prime rates and the base rates for small borrowers has been eliminated.

The moderation in bank lending to business was fairly widespread among industry groups (see Review Table 11, page S 42). The only major borrowing groups to show any appreciable acceleration in the rate of growth of their bank loans were the forest products industries, the petroleum and petroleum products industries, and construction contractors. In the case of the latter, there is a relatively heavy reliance on bank credit as they do very little borrowing in the short-term paper markets.

Chartered bank lending to consumers remained very buoyant in the early months of the year but subsequently slowed as the demand for consumer durables weakened. However, the banks continued to be the largest source of consumer credit financing, and their share of outstanding balances rose over the year to about 52 1/2 per cent of the total compared with 50 per cent at the end of 1973 (see Table V).

The banks' residential mortgage portfolios increased very rapidly in the first half of the year but the rate of growth moderated after July following an earlier decline in loan approvals. On balance, however, net residential mortgage investment increased over the year as a whole at much the same rate as in 1973.

engagements à court terme devenaient relativement plus importants que les engagements à long terme, bien que les appels aux marchés obligataires à long terme se soient accrus vers la fin de 1974 et pendant les premiers mois de 1975.

Les institutions financières

Les institutions financières ont assuré une grosse partie de l'accroissement du crédit en 1974, aussi le reste de cet article est-il consacré à la croissance de leurs bilans. L'ensemble de leurs principaux avoirs a augmenté de 16% au cours de l'année, ce qui veut dire que leur taux de croissance a quelque peu ralenti par rapport à 1973 (voir Tableau II). Cette décélération traduit le recul du taux de croissance des organismes de dépôt parabancaires et des sociétés de financement, dont la progression nette des placements hypothécaires et des prêts à la consommation s'est modérée au cours du deuxième semestre.

Les principaux avoirs en dollars canadiens des *banques à charte* ont augmenté en 1974 au même rythme que l'année précédente (voir Tableau III). La croissance de leurs portefeuilles d'avoirs liquides et d'autres avoirs à court terme en dollars canadiens s'est accélérée, mais la progression de leurs prêts en dollars canadiens s'est atténuée par rapport au rythme élevé de l'année précédente. Cette atténuation affecte surtout le poste des prêts aux grosses entreprises qui, ainsi que nous l'avons déjà mentionné, se sont procuré des montants considérables par l'émission d'effets à court terme et d'acceptations bancaires. En outre, il s'est produit un net accroissement des prêts bancaires en devises étrangères aux entreprises canadiennes, dont une partie a sans doute remplacé des prêts en dollars canadiens.

L'encours des prêts accordés aux entreprises dans le cadre d'autorisations de crédit de 5 millions de dollars ou plus a accusé un ralentissement brutal (voir Tableau IV). Par contre, les prêts consentis aux entreprises dans le cadre de lignes de crédit de moins de 1 million de dollars ont progressé en 1974 à la même cadence que l'année précédente. En mai 1973, les banques ont introduit un système comportant deux taux de base, en vertu duquel elles appliquent aux lignes de crédit de 200,000 dollars ou moins un taux d'intérêt lié à un taux préférentiel inférieur à celui des plus gros prêts. De mai 1973 à juillet 1974, la plupart des banques ont relevé de 5 points le taux de base applicable aux concours de gros montants et de 4 pour cent le taux préférentiel demandé pour les petits prêts. L'écart entre ces deux taux a recommencé à s'amenuiser en novembre dernier, lorsque les banques se sont mises à ajuster leurs taux de base à la baisse. Les taux débiteurs des prêts aux entreprises se situent actuellement à un niveau bien au-dessous des sommets atteints l'été

The non-bank financial institutions tend to specialize more than the banks in particular credit markets, and the behaviour of their asset portfolios is therefore closely related to developments in these markets. Among these institutions, the growth in the major assets of the trust and mortgage loan companies slowed appreciably in the second half of 1974. This mainly reflected the slowing in the growth of their mortgage portfolios (see Table VI). However, the trust and mortgage loan companies remained the largest suppliers of funds to the mortgage market and the proportion of their total assets that is invested in mortgages continued to rise strongly, reaching 79 per cent at the end of 1974. During 1974 these institutions increased their holdings of cash and short-term assets but they continued to sell bonds.

The sales finance and consumer loan industry, which had grown very rapidly in 1973, expanded at a somewhat slower pace in 1974. All of the deceleration occurred in the second half of the year when the continued strong growth in business receivables was more than offset by a decline in consumer receivables.

dernier, et depuis quelque temps l'écart entre les deux taux de base a été éliminé.

Les prêts bancaires aux entreprises ont enregistré un ralentissement assez général (voir Tableau 11 de la Revue, page S 42). Les seules catégories d'entreprises à accuser une accélération un tant soit peu notable de leurs prêts bancaires sont l'industrie des produits forestiers, celle du pétrole et de ses dérivés, et celle des entrepreneurs de construction. Ces derniers font un usage relativement intensif du crédit bancaire, car ils recourent très peu à l'émission de papier à court terme.

Les prêts bancaires aux particuliers sont restés très soutenus au cours des premiers mois de l'année, mais ont par la suite marqué un ralentissement lié à l'affaiblissement de la demande de biens de consommation durables. Toutefois, les banques ont continué d'être les plus grosses pourvoyeuses du crédit à la consommation et ont porté au cours de l'année leur part de l'encours de ce marché à environ 52½%, contre 50% à la fin de 1973 (voir Tableau V).

Les portefeuilles bancaires de prêts hypothécaires à l'habitation ont marqué une expansion très rapide au premier semestre de l'année, mais après juillet,

Table VI
Tableau VI

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

	Billions of dollars December 1974 En milliards de dollars Décembre 1974	Percentage change Variation en % December to December De décembre à décembre 1972 1972	1973 1973	1974 1974	Annual rates, seasonally adjusted Taux annuels, données désaisonnalisées 1974 1974 I I	II II
Chartered banks[2]	6.0	47	34	32	36	30
Trust and mortgage loan companies[3]	14.3	21	30	20	29	11
Life insurance companies	8.2	5	8	8	9E	6
Other financial institutions[4]	8.7	27	36	25	33E	18
Total	37.2	20	25	20	25E	15

Banques à charte[2]
Sociétés de fiducie ou de prêt hypothécaire[3]
Compagnies d'assurance-vie
Autres institutions financières[4]
Total

(1) Principally mortgages secured by residential property; figures for December 1974 with the exception of chartered banks are estimated.
(2) Residential mortgages only.
(3) Includes mortgage companies associated with chartered banks.
(4) Includes credit unions and caisses populaires, pension funds, sales finance companies, the Quebec savings bank, fire and casualty insurance companies, real estate investment trusts and mutual funds; not seasonally adjusted.

(1) Il s'agit principalement ici de prêts hypothécaires à l'habitation; sauf en ce qui concerne les banques, les chiffres de décembre 1974 sont des estimations.
(2) Ne comprend que les prêts hypothécaires à l'habitation.
(3) Comprend les sociétés de prêt hypothécaire liées à des banques à charte.
(4) Comprend les caisses populaires et credit unions, les caisses de retraite, les sociétés de financement, une banque d'épargne opérant au Québec, les compagnies d'assurance-incendie ou d'assurance-accidents, les fonds de placement immobilier et les fonds mutuels; données non désaisonnalisées.

The combined assets of the credit unions and caisses populaires, which had grown at a very rapid rate in the three previous years, also increased considerably more slowly in 1974 in line with the slower pace of mortgage and consumer lending activity.

During 1974 the Bank of Canada initiated a monthly survey of the assets and liabilities of Canadian financial institutions affiliated with foreign banks. On the basis of annual balance sheet statements, it is estimated that the total assets of these companies more than doubled in 1973 from about $260 million to over $600 million. In 1974 they continued to expand at a rapid pace and at the end of the year their assets totalled $1.8 billion (see Review Table 45, page S 90). Most of this growth took place in loans to businesses, and was financed largely through the issuance of short-term paper.

The counterpart to the increase in the assets of deposit-taking institutions in 1974 was a further substantial increase in their deposit liabilities. In total, the public's holding of currency and the deposit liabilities of these institutions, including the banks' foreign currency deposit liabilities to Canadian residents, increased by 19 per cent, only slightly less than the 22 per cent increase recorded in 1973 (see Appendix Table VI). The growth of public holdings of currency and chequable deposits slowed down in late 1973 and through much of 1974 as interest rates moved to high levels. On the other hand, the deposit-taking institutions, particularly the chartered banks, were able to attract very substantial amounts of funds into their non-chequable savings accounts and into fixed-term deposits. The principal features of these developments as they relate to the banking system are discussed in the Report of the Governor of the Bank of Canada for 1974.

leur rythme d'augmentation s'est ralenti, en réponse à une diminution antérieure du montant des approbations de prêts. Dans l'ensemble toutefois, l'encours des créances hypothécaires à l'habitation a progressé au cours de l'année à une cadence semblable à celle de 1973.

Les *institutions financières parabancaires* tendent plus que les banques à se concentrer sur certains marchés et le comportement de leur portefeuille se trouve ainsi étroitement lié à l'évolution de ces marchés. Les sociétés de fiducie et de prêt hypothécaire ont vu se ralentir considérablement la croissance de leurs principaux avoirs au second semestre de 1974, surtout par suite d'une décélération du rythme d'augmentation de leur portefeuille hypothécaire (voir Tableau VI). Toutefois, ces sociétés sont restées les principales fournisseuses de fonds du marché hypothécaire et la proportion de leurs avoirs constituée de créances hypothécaires a continué de vivement progresser pour atteindre 79% à la fin de 1974. En 1974, ces institutions ont augmenté leur encaisse et leurs avoirs à court terme, mais n'en ont pas moins continué d'émettre des obligations.

Les sociétés de financement et de prêt à la consommation, qui avaient pris une forte expansion en 1973, se sont développées à un rythme un peu plus lent en 1974. Le ralentissement s'est produit au second semestre seulement, car au cours de cette période la persistance de la vive croissance des créances sur les entreprises s'est trouvée plus que compensée par une baisse des créances sur les ménages.

Les bilans des caisses populaires et des credit unions, qui avaient progressé à une cadence très rapide au cours des trois années précédentes, ont également enregistré en 1974 une nette décélération liée au ralentissement du financement hypothécaire et du crédit à la consommation.

Dans le courant de l'année 1974, la Banque du Canada a commencé à effectuer tous les mois un relevé des avoirs et des engagements des institutions financières canadiennes affiliées à des banques étrangères. Une estimation tirée des chiffres de leurs bilans annuels fait ressortir que l'ensemble de leurs avoirs a plus que doublé en 1973, passant d'environ 260 millions de dollars à plus de 600 millions. En 1974, ces institutions ont continué de croître à un rythme très rapide et, à la fin de l'année, leurs avoirs totalisaient 1.8 milliard de dollars (voir Tableau 45 de la Revue, page S 90). C'est surtout le poste prêts aux entreprises qui a été en expansion et le financement en a en grande partie été assuré par l'émission de papier à court terme.

La progression en 1974 des avoirs des établissements de dépôt s'est traduite au passif de leur bilan par un nouvel accroissement important de ces dépôts. Le taux de croissance de la monnaie en circulation et du passif-dépôts de ces institutions, y compris les dépôts bancaires en devises des résidents, a été de 19%, soit à peine moindre que le taux de 22% enregistré en 1973 (voir le Tableau VI de l'Annexe). Avec la forte hausse des taux d'intérêt, le rythme d'expansion de la monnaie hors banques et des dépôts assortis du droit de tirage par chèque a ralenti à la fin de 1973 et pendant la majeure partie de 1974. Par contre, les institutions de dépôt, en particulier les banques à charte, ont su attirer un montant considérable de fonds sous forme de dépôts à terme et de dépôts d'épargne sans faculté de tirage par chèque. Les faits saillants de cette évolution et leur incidence sur le système bancaire sont étudiés dans le Rapport annuel pour 1974 du Gouverneur de la Banque du Canada.

Appendix Table I
Annexe – Tableau I

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

Millions of dollars **En millions de dollars**

	1972 1972	1973 1973	1974 1974	1973 1973 I I	1973 1973 II II	1974 1974 I I	1974 1974 II II
GOVERNMENT OF CANADA							
Increase in securities outside Government accounts:							
Treasury bills	332	556	938	263	293	443	495
Canadian dollar market bonds	30	–226	794	–65	–161	415	379
Canada Savings Bonds	1,195	–384	2,444	–308	–76	–1,002	3,446
Sub-total[1]	1,557	–54	4,176	–110	56	–144	4,320
Reduction (+) in Canadian dollar cash balances[2]	74	439	–2,573	94	345	1,263	–3,836
Total	1,631	385	1,603	–16	401	1,119	484
PROVINCIAL AND MUNICIPAL GOVERNMENTS							
Increase in outstanding bonds:							
Purchased with Canada Pension Plan funds	954	1,039	1,232	588	451	683	549
Other Canadian dollar bonds[3]	1,523	1,415	1,285	629	786	553	732
Foreign currency bonds	916	573	1,687	324	249	739	948
Increase in loans from:							
Chartered banks	106	374	286	206	168	63	223
Government of Canada (including CMHC)	420	482	332	221	261	151	181
Increase in treasury bills and short-term paper outstanding	74	–69	–248	17	–86	–200	–48
Total[4]	3,993	3,814	4,574	1,985	1,829	1,989	2,585

GOUVERNEMENT CANADIEN
Augmentation de l'encours des titres (non compris les titres dans les portefeuilles de l'État):
Bons du Trésor
Obligations négociables libellées en dollars canadiens
Obligations d'épargne du Canada
Total partiel[1]
Diminution (+) des dépôts en dollars canadiens[2]
Total
PROVINCES ET MUNICIPALITÉS
Augmentation de l'encours des obligations:
Obligations vendues au Régime de pensions du Canada
Autres obligations en dollars canadiens[3]
Obligations en monnaies étrangères
Augmentation des emprunts:
Auprès des banques à charte
Auprès du gouvernement canadien (y compris la S.C.H.L.)
Augmentation de l'encours des bons du Trésor et du papier à court terme
Total[4]

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

[1]Excludes net foreign currency issues of the Government of Canada.
[2]Excludes changes in cash balances resulting from changes in outstanding temporary swap transactions between the Bank of Canada and the Exchange Fund Account.
[3]Includes purchases of provincial and municipal securities by the Quebec Deposit and Investment Fund. Excludes Canadian dollar issues placed in overseas markets, which are included with foreign currency bonds.
[4]To the extent that it has not been possible to identify purchases by provincial government accounts of provincial or municipal securities, the total of provincial and municipal financing is overstated.

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

[1]Non compris les émissions nettes de titres en monnaies étrangères du gouvernement canadien.
[2]Non compris les variations des dépôts résultant de celles de l'encours d'opérations swaps de courte durée conclues entre la Banque du Canada et le Fonds des changes.
[3]Y compris les titres provinciaux et municipaux vendus à la Caisse de dépôt et de placement du Québec. Les titres en dollars canadiens placés sur les marchés d'outre-mer figurent sous la rubrique Obligations en monnaies étrangères.
[4]Dans la mesure où il n'a pas été possible de recenser toutes les acquisitions de titres des provinces et des municipalités par les provinces, ce montant est légèrement surestimé.

Appendix Table II
Annexe – Tableau II

Major sources of funds raised by private non-financial business*
Principales sources de financement des entreprises non financières du secteur privé*

Millions of dollars **En millions de dollars**

	1972 1972	1973 1973	1974 1974	1973 1973 I I	1973 1973 II II	1974 1974 I I	1974 1974 II II
NET NEW ISSUES							
Bonds							
Canadian dollar	947	880	1,235	397	483	578	657
Foreign currency	1	–6	186	34	–40	42	144
Stocks	424	398	376	147	251	71	305
Commercial paper	–117	–10	1,117	458	–468	607	510
Bankers' acceptances	–13	–48	561	86	–134	226	335
Total	1,242	1,214	3,475	1,122	92	1,524	1,951
INCREASES IN LOANS							
Chartered banks(1)	2,297	3,836	4,273	1,880	1,956	2,605	1,668
Sales finance companies	359	578	763E	317	261	463	300E
Affiliates of foreign banks(2)	125E	350E	876E	150E	200E	380E	496
Industrial Development Bank	79	151	245	58	93	134	111
Total	2,860E	4,915E	6,157E	2,405E	2,510E	3,582E	2,575E
DIRECT INVESTMENT FROM ABROAD	715	720	500E	310	410	205	295E
TOTAL FUNDS RAISED	4,817E	6,849E	10,132E	3,837E	3,012E	5,311E	4,821E

*Excludes agriculture.

(1) Total business loans excluding provincially-guaranteed loans to utilities, plus foreign currency loans to residents.
(2) Annual data are estimated as a proportion of total assets; half-yearly figures for 1973 are distributed on the basis of changes in short-term paper liabilities of these companies.

ÉMISSIONS NETTES							
Obligations							
En dollars canadiens							
En monnaies étrangères							
Actions							
Papier commercial							
Acceptations bancaires							
Total							
AUGMENTATION DES EMPRUNTS							
Banques à charte(1)							
Sociétés de financement							
Etablissements affiliés à des banques étrangères(2)							
Banque d'Expansion Industrielle							
Total							
INVESTISSEMENTS DIRECTS DES NON-RÉSIDENTS							
ENSEMBLE DU FINANCEMENT							

*Agriculture exclue.

(1) Ensemble des prêts aux entreprises (non compris les prêts consentis sous la garantie d'une province à des entreprises de service public) et des prêts en monnaies étrangères à des résidents.
(2) Les données annuelles sont des estimations établies en proportion de l'ensemble de l'actif, les données semestrielles pour 1973 sont réparties en fonction des variations de l'encours du papier a court terme émis par ces sociétés.

Appendix Table III
Annexe – Tableau III

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

Millions of dollars En millions de dollars

	1972 1972	1973 1973	1974 1974	1973 1973		1974 1974		
				I I	II II	I I	II II	
Trust and mortgage loan companies[1]	1,580	2,736	2,359E	1,125	1,611	1,395	964E	Sociétés de fiducie ou de prêt hypothécaire[1]
Chartered banks	1,086	1,170	1,459	545	625	725	734	Banques à charte
Credit unions and caisses populaires[2]	732	968	848E	511	457	523	325E	Caisses populaires et credit unions[2]
Life insurance companies	320	572	580E	185E	387E	293E	287E	Compagnies d'assurance-vie
Pension funds	142	312	400E	137E	175E	194E	206E	Caisses de retraite
Mutual funds	73	65	40E	39	26	50	−10E	Fonds de placement (fonds mutuels)
Sales finance and consumer loan companies	65	129	170E	15	114	124	46E	Sociétés de financement ou de prêt à la consommation
Real estate investment trusts	33	289	175E	166	123	109	66E	Fonds de placement immobilier
Other financial institutions[3]	39	79	94E	35	44	52	42E	Autres institutions financières[3]
Total	4,070	6,320	6,125E	2,758E	3,562E	3,465E	2,660E	Total
Increase in the mortgage holdings of CMHC	484	268	577	154	114	217	360	Augmentation de l'encours des prêts de la S.C.H.L.

Note: Chartered bank data are for residential mortgages; data for other institutions are for all mortgages.

[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 and fraternal benefit societies and fire and casualty insurance companies.

Nota : Les données des banques à charte concernent les prêts hypothécaires à l'habitation; celles des autres institutions, toutes les catégories de prêts hypothécaires.

[1]Comprend les sociétés de prêts hypothécaires liées à des banques à charte.
[2]Comprend les institutions locales et leurs centrales.
[3]Comprend une banque régie par la Loi sur les banques d'épargne du Québec et les associations fraternelles ou de secours mutuel, ainsi que les compagnies d'assurance-incendie ou d'assurance-accidents.

Appendix Table IV
Annexe – Tableau IV

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

Millions of dollars En millions de dollars

	1972 1972	1973 1973	1974 1974	1973 1973		1974 1974		
				I I	II II	I I	II II	
Chartered banks	1,367	1,734	1,939	1,105	629	1,156	783	Banques à charte
Sales finance and consumer loan companies	279	267	90	146	121	107	−17	Sociétés de financement ou de prêt à la consommation
Credit unions and caisses populaires	310	420	410	219	201	245	165	Caisses populaires et credit unions
Life insurance companies	29	71	176	24	47	78	98	Compagnies d'assurance-vie
Trust and mortgage loan companies	N	36	63	22	14	45	18	Sociétés de financement ou de prêt hypothécaire
Other[1]	186	271	237	−111	382	−89	326	Autres prêteurs[1]
Total	2,171	2,799	2,915	1,405	1,394	1,542	1,373	Total

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

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

Appendix Table V
Annexe – Tableau V

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

Millions of dollars — En millions de dollars

	1972 1972	1973 1973	1974 1974	1973 1973 I I	1973 1973 II II	1974 1974 I I	1974 1974 II II
TYPES OF INSTRUMENT							
Mortgages and other loans from financial institutions							
Banks	4,856	7,114	7,957	3,736	3,378	4,549	3,408
Trust and mortgage loan companies	1,580	2,772	2,422E	1,147	1,625	1,440	982E
Sales finance and consumer loan companies	703	974	1,023E	478	496	694	329E
Credit unions and caisses populaires	1,042	1,388	1,258E	730	658	768	490E
Life insurance companies	349	643	756E	209E	434E	371E	385E
Pension funds	142	312	400E	137E	175E	194E	206E
Affiliates of foreign banks	125E	350E	876E	150E	200E	380E	496
Other(1)	229	590	562E	303	287	350	212E
Sub-total	9,026E	14,143E	15,254E	6,890E	7,253E	8,746E	6,508E
Net new Canadian dollar marketable issues(2)(3)							
Treasury bills and short-term paper	294	420	2,336	828	–408	1,072	1,264
Bonds	2,500	2,069	3,322	961	1,108	1,546	1,776
Stocks	412	367	376	135	232	71	305
Sub-total	3,206	2,856	6,034	1,924	932	2,689	3,345
Net new foreign currency issues							
Short-term paper	–18	9	32	–4	13	4	28
Bonds(4)	917	567	1,873	358	209	781	1,092
Stocks	12	31	—	12	19	—	—
Sub-total	911	607	1,905	366	241	785	1,120
Canada Savings Bonds	1,195	–384	2,444	–308	–76	–1,002	3,446
Provincial and municipal securities purchased with Canada Pension Plan funds	954	1,039	1,232	588	451	683	549
Direct investment from abroad	715	720	500E	310	410	205E	295E
All other(5)	181	265	229	–116	381	–94	323
Total	16,188E	19,246E	27,598E	9,654E	9,592E	12,012E	15,586E
SOURCES OF FUNDS							
Bank of Canada acquisition of securities	587	572	1,014	418	154	350	664
Chartered banks:							
Loans	4,856	7,114	7,957	3,736	3,378	4,549	3,408
Acquisition of securities	64	27	1,377	–133	160	623	754
Other domestic financial institutions:							
Loans	4,170E	7,029E	7,297E	3,154E	3,875E	4,197E	3,100E
Acquisition of securities	2,705	2,522	2,783E	1,612	910	1,315	1,468E
Canada Pension Plan	954	1,039	1,232	588	451	683	549
Direct borrowing from the non-financial public(3) (residual)	797E	–448E	3,180E	–294E	–154E	–802E	3,982E
Borrowing from non-residents(6)	2,055	1,391	2,758E	573	818	1,097E	1,661E
Total	16,188E	19,246E	27,598E	9,654E	9,592E	12,012E	15,586E

(1) Includes loans from the Quebec savings bank, mutual funds, mutual and fraternal benefit societies, fire and casualty insurance companies, real estate investment trusts and the Industrial Development Bank.
(2) Includes provincial savings bonds.
(3) Includes purchases of provincial and municipal securities with Quebec Pension Plan funds.
(4) Excludes net foreign currency issues of the Government of Canada.
(5) Consumer credit extended by some retailers, public utilities and through the use of oil company and other credit cards.
(6) Includes both foreign currency and Canadian dollar securities acquired by non-residents as well as direct investment from abroad.

FORME							
Emprunts (y compris les emprunts hypothécaires) auprès des institutions financières							
Banques à charte	4,856	7,114	7,957	3,736	3,378	4,549	3,408
Sociétés de fiducie ou de prêt hypothécaire	1,580	2,772	2,422E	1,147	1,625	1,440	982E
Sociétés de financement ou de prêt à la consommation	703	974	1,023E	478	496	694	329E
Caisses populaires et credit unions	1,042	1,388	1,258E	730	658	768	490E
Compagnies d'assurance-vie	349	643	756E	209E	434E	371E	385E
Caisses de retraite	142	312	400E	137E	175E	194E	206E
Institutions affiliées à des banques étrangères	125E	350E	876E	150E	200E	380E	496
Divers(1)	229	590	562E	303	287	350	212E
Total partiel	9,026E	14,143E	15,254E	6,890E	7,253E	8,746E	6,508E
Émissions nettes de titres négociables libellés en dollars canadiens(2)(3)							
Bons du Trésor et papier à court terme	294	420	2,336	828	–408	1,072	1,264
Obligations	2,500	2,069	3,322	961	1,108	1,546	1,776
Actions	412	367	376	135	232	71	305
Total partiel	3,206	2,856	6,034	1,924	932	2,689	3,345
Émissions nettes de titres en monnaies etrangères							
Papier à court terme	–18	9	32	–4	13	4	28
Obligations(4)	917	567	1,873	358	209	781	1,092
Actions	12	31	—	12	19	—	—
Total partiel	911	607	1,905	366	241	785	1,120
Obligations d'épargne du Canada	1,195	–384	2,444	–308	–76	–1,002	3,446
Titres des provinces et des municipalités achetés par le Régime de pensions du Canada	954	1,039	1,232	588	451	683	549
Investissements directs des non-résidents	715	720	500E	310	410	205E	295E
Divers(5)	181	265	229	–116	381	–94	323
Total	16,188E	19,246E	27,598E	9,654E	9,592E	12,012E	15,586E
PROVENANCE							
Achats de titres par la Banque du Canada	587	572	1,014	418	154	350	664
Banques à charte:							
Prêts	4,856	7,114	7,957	3,736	3,378	4,549	3,408
Achats de titres	64	27	1,377	–133	160	623	754
Autres institutions financières canadiennes:							
Prêts	4,170E	7,029E	7,297E	3,154E	3,875E	4,197E	3,100E
Achats de titres	2,705	2,522	2,783E	1,612	910	1,315	1,468E
Régime de pensions du Canada	954	1,039	1,232	588	451	683	549
Financement direct obtenu de sources non financières(3) (calculé par différence)	797E	–448E	3,180E	–294E	–154E	–802E	3,982E
Financement obtenu des non-résidents(6)	2,055	1,391	2,758E	573	818	1,097E	1,661E
Total	16,188E	19,246E	27,598E	9,654E	9,592E	12,012E	15,586E

(1) Comprend une banque régie par la Loi sur les banques d'épargne du Québec, les fonds mutuels, les associations fraternelles ou de secours mutuel, les compagnies d'assurance-incendie ou d'assurance-accidents, les fonds de placement immobilier et la Banque d'Expansion Industrielle.
(2) Y compris les obligations d'épargne des provinces.
(3) Y compris les titres de la province et des municipalités achetés avec des fonds provenant du Régime de rentes du Québec.
(4) Non compris les émissions nettes de titres en monnaies étrangères du gouvernement canadien.
(5) Crédit à la consommation distribué par certains détaillants et par des entreprises de service public, ainsi que par les compagnies pétrolières et d'autres sociétés au moyen de leurs cartes de crédit.
(6) Comprend les titres libellés en dollars canadiens ou en monnaies étrangères achetés par des non-résidents, ainsi que les investissements directs des non-résidents.

Appendix Table VI
Annexe – Tableau VI

General public holdings of currency and liabilities of deposit-taking institutions
Monnaie hors banques et engagements des institutions de dépôt envers le public

	Billions of dollars December 1974 / En milliards de dollars Décembre 1974	Percentage change Variation en % December to December / De décembre à décembre 1970 1970	1971 1971	1972 1972	1973 1973	1974 1974	
Currency and demand deposits	15.2	5	18	13	12	6	Monnaie hors banques et dépôts à vue
Other chequable deposits:							Autres dépôts transférables par chèque:
At chartered banks	6.5	–7	8	9	5	–7	Dans les banques à charte
At other institutions	5.1E	15	19	30	14	14E	Dans les autres institutions
Sub-total	26.9E	3	15	15	10	4E	Total partiel
Non-chequable savings accounts:							Dépôts d'épargne non transférables par chèque:
At chartered banks	11.8	19	18	6	9	23	Dans les banques à charte
At other institutions	5.1E	10	10	15	10	12E	Dans les autres institutions
Sub-total	17.0E	16	15	9	9	19E	Total partiel
Fixed-term liabilities:							Engagements à terme fixe:
At chartered banks	22.9	27	14	32	39	32	Des banques à charte
Personal	12.1	25	–8	26	65	42	*Particuliers*
Non-personal	10.8	31	39	37	20	23	*Autres clients*
At other institutions	16.7E	16	17	18	32	21E	Des autres institutions
Sub-total	39.6E	22	15	25	36	27E	Total partiel
Total currency and Canadian dollar deposits	83.4E	12	15	17	20	17E	Monnaie hors banques et dépôts en dollars canadiens
Foreign currency bank deposits of residents	5.0	–	–45	–16	97	74	Dépôts bancaires en devises des résidents
Total	88.4E	11	11	16	22	19E	Total

Note: December 1974 data for deposits at non-bank financial institutions include estimates for credit unions and caisses populaires.

Nota : Les chiffres des dépôts auprès des institutions financières non bancaires en décembre 1974 comprennent une estimation des données des credit unions et des caisses populaires.

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

28 February 1975

The Bank of Canada announced today that the minimum secondary reserve ratio of the chartered banks was being reduced from 6 per cent to 5½ per cent, effective in March 1975(1). This ratio had been reduced from 8 per cent to 7 per cent effective in December 1974, and to 6 per cent effective in January 1975.

Commenting on the change the Governor of the Bank of Canada, Mr. Gerald K. Bouey, noted that its immediate impact will be an increase in the free liquid asset holdings of the chartered banks but that, as in the case of the December and January reductions in the ratio, the subsequent effect on bank liquidity will depend on the extent to which this increase is offset through the cash reserve management and open market operations of the Bank of Canada.

(1) 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.

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 28 février 1975

La Banque du Canada a annoncé aujourd'hui une réduction du coefficient minimum des réserves secondaires des banques à charte, qui passe de 6% à 5½% à partir de mars 1975(1). Ce coefficient avait été abaissé de 8% à 7% à compter de décembre 1974, puis fixé à 6% à partir de janvier 1975.

Le Gouverneur de la Banque, M. Gerald K. Bouey, a précisé que cette mesure aura pour effet immédiat d'accroître les avoirs libres des banques à charte mais que, comme dans le cas des réductions entrées en vigueur en décembre et en janvier, cet effet sur la liquidité bancaire pourra être compensé dans la mesure désirée par les opérations de gestion des réserves-encaisse et d'open-market de la Banque du Canada.

(1) 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 chacune de celles-ci est tenue de maintenir au cours d'un mois à titre de réserves secondaires.

Recent developments in the Canadian balance of payments

The year 1974 saw a rapid widening in the current account deficit of the Canadian balance of payments and a matching increase in capital inflows. For the year as a whole, the current account deficit amounted to $1.9 billion compared with only $400 million in 1973 and by the fourth quarter it was running at a seasonally adjusted annual rate of more than $4 billion or about 3 per cent of GNE, the highest such percentage experienced since 1960. Most of the swing in the current account reflected developments in merchandise trade, though there was also a further widening of the deficit on services and transfers which has risen steadily in recent years. The enlarged current account deficit was financed by a small increase in long-term capital inflows and a swing to substantial inflows of short-term capital. Although there was some appreciation of the Canadian dollar in the early months of 1974 and some increase in official reserves, this tendency subsided after April and by year-end the value of the Canadian dollar in terms of the U.S. dollar was only slightly above the year earlier level and official reserves were little changed from the end of 1973.

Cyclical forces clearly had a very significant adverse effect on the trade account in 1974. The sharp downturn in economic activity abroad, particularly in the United States, brought a weakening of demand for a wide range of Canadian exports, while the relatively well sustained level of economic activity in Canada until late in the year led to a strong increase in Canadian imports. Moreover the large boost to Canada's trade balance that had come from the very substantial improvement in the terms of trade beginning in mid-1972 came to an end in mid-1974; since then, the terms of trade have been moving against us. At the same time certain special influences tended to partly mitigate these forces. In contrast to the experience of most other industrial countries which suffered a sharp deterioration in their current accounts as a direct consequence

L'évolution récente de la balance des paiements du Canada

La balance des paiements du Canada a marqué en 1974 une vive aggravation du déficit des comptes courants et une progression équivalente des entrées de capitaux. Pour l'ensemble de l'année, le déficit des comptes courants s'est établi à 1.9 milliard de dollars, contre seulement 400 millions de dollars en 1973. Au quatrième trimestre de 1974, il se situait, en taux annuel désaisonnalisé, à un niveau supérieur à 4 milliards de dollars, soit à environ 3% de la dépense nationale brute, ce qui constitue le pourcentage le plus élevé jamais enregistré depuis 1960. Cette détérioration des comptes courants est surtout due à l'évolution de la balance commerciale, encore que le déficit de la balance invisibles, en aggravation constante ces dernières années, ait continué de s'amplifier. Le déficit accru des comptes courants a été financé par une légère hausse des entrées de capitaux à long terme et par un renversement du flux des capitaux à court terme devenu fortement positif. Bien qu'une légère hausse du dollar canadien et un modeste accroissement des réserves de change aient été enregistrés au début de 1974, cette tendance s'est infléchie après avril et, à la fin de l'année, le cours du dollar canadien par rapport au dollar américain était à peine plus élevé qu'un an plus tôt, tandis que les réserves officielles étaient pour ainsi dire inchangées par rapport à leur niveau de fin 1973.

De toute évidence la balance commerciale a notablement pâti de facteurs cycliques en 1974. La forte contraction de l'activité économique à l'étranger, en particulier aux États-Unis, a provoqué un affaiblissement de la demande d'un vaste éventail de produits canadiens d'exportation, tandis que le niveau relativement soutenu de l'activité économique au Canada pendant la plus grande partie de l'année s'est traduit par une vive progression des importations. De plus, la balance commerciale du Canada, qui avait fortement bénéficié de l'amélioration très sensible des termes de l'échange enregistrée depuis le milieu de 1972, a cessé d'en profiter vers le milieu de 1974; depuis lors, les termes de l'échange évoluent dans un sens défavorable à notre pays.

of the quadrupling of world oil prices at the end of 1973, the initial impact of the escalation of oil prices on the Canadian trade balance was to widen the previous moderate surplus on crude petroleum. Continued strong world demand and high prices for wheat also boosted the value of Canadian exports.

At the present time, it is difficult to discern the extent to which the current account has been affected by influences that are essentially short-term or cyclical in nature as opposed to those of a longer-term character. New factors are also entering the picture, such as the increasingly adverse trend of costs in Canada and the changing prospects for trade in energy products.

Simultanément, toutefois, certains éléments spéciaux ont eu tendance à neutraliser en partie les effets des facteurs conjoncturels précités. Contrairement à ce qui s'est passé dans la plupart des autres pays industrialisés, où le quadruplement fin 1973 des prix du pétrole a eu pour conséquence directe une forte détérioration des comptes courants, l'effet initial de l'escalade des prix du pétrole sur la balance commerciale du Canada a été d'accroître le surplus jusque-là modeste découlant des échanges de pétrole brut. La persistance de la forte demande mondiale de blé et du prix élevé de cette denrée a également contribué à la hausse de la valeur des exportations canadiennes.

À l'heure actuelle, il est difficile de distinguer dans quelle mesure l'évolution des comptes courants tient à des éléments de nature plutôt conjoncturelle ou

Table I
Tableau I

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

Billions of dollars **En milliards de dollars**

	1970 **1970**	1971 **1971**	1972 **1972**	1973 **1973**	1974 **1974**	1973 **1973**		1974 **1974**	
						I I	II II	I I	II II
Current account									
Merchandise trade									
Exports	16.9	18.0	20.2	25.5	32.5	12.3	13.2	15.6	16.9
Imports	13.9	15.5	18.6	23.3	31.5	11.3	12.0	14.8	16.7
Balance	3.1	2.4	1.6	2.2	1.0	1.0	1.2	.8	.2
Services and transfers	–1.9	–2.1	–2.3	–2.7	–2.9	–1.5	–1.1	–1.6	–1.3
Current account balance	1.1	.3	–.7	–.4	–1.9	–.5	.1	–.8	–1.1
Capital movements									
Long-term	.8	.5	1.8	.7	.9	.5	.2	.4	.5
Short-term	–.3	–	–.9	–.7	1.0	–.2	–.5	.7	.2
Total	.4	.5	.9	–	1.9	.3	–.3	1.2	.7
Allocations of SDRs	.1	.1	.1	–	–	–	–	–	–
Changes in official reserves	1.7	.9	.3	–.5	–	–.2	–.3	.3	–.3
Current account *Seasonally adjusted annual rates*									
Merchandise trade									
Exports						24.5	26.5	31.2	33.8
Imports						22.0	24.6	29.0	33.9
Balance						2.5	2.0	2.2	–.1
Services and transfers						–2.6	–2.7	–2.8	–3.0
Current account balance						–.1	–.7	–.6	–3.2

Balance des paiements courants
Biens
Exportations
Importations
Solde
Services et transferts
Solde de la balance des paiements courants
Mouvements de capitaux
À long terme
À court terme
Total
Allocations de D.T.S.
Variations des réserves officielles
Balance des paiements courants
Taux annuels désaisonnalisés
Biens
Exportations
Importations
Solde
Services et transferts
Solde de la balance des paiements courants

Merchandise trade

The period from late 1972 to mid-1974 was one of unusually buoyant demand for a wide range of Canadian exports at sharply rising prices. The strong and simultaneous expansion of economic activity in the major industrial countries in the latter part of 1972 and through much of 1973 brought a surge of demand for industrial raw materials; at the same time widespread crop failures resulted in pressures on world food supplies. The commodity boom that developed at this time was further accentuated in the early part of 1973 by speculative and precautionary buying associated with monetary uncertainties. Towards the end of the year, the outbreak of the Middle East war, the subsequent embargo by OPEC countries on oil shipments to certain countries and the sharp rise in oil prices provided new steam to the boom. Thus, although activity in most industrial countries had begun to slow in the last half of 1973 and was affected through the winter by the energy crisis, prices of primary commodities continued to rise rapidly into the early months of 1974. However, the situation began to change in the late spring of 1974 as the economic slowdown in major industrial countries became more pronounced. Demand pressures eased markedly and prices of internationally-traded industrial materials began to soften after mid-year.

For Canada, the strong world demand for primary products and the sharp rise in prices from late 1972 to mid-1974 had a large impact on trade, substantially boosting the value of major exports. In total the value of exports rose at an average annual rate of nearly 30 per cent from the second half of 1972 to the first half of 1974, with the value of resource-based exports expanding even more rapidly. In the second half of 1974, however, the rate of growth slowed down to about 16 per cent. This abrupt slowing partly reflected the levelling off in the value of oil exports after the sharp increase in the first half of the year when prices were raised but the value of other exports also expanded more slowly.

The growth in the volume of exports through this period was, however, much more limited (see Chart). After reaching a peak in the first quarter of 1973 the volume of exports flattened out and declined slightly in 1974. Capacity constraints were clearly a factor limiting further growth through 1973, though strikes in the rail, and pulp and paper industries were also important. Recently, however, the sluggishness appears to have reflected the weakening of demand in major export markets.

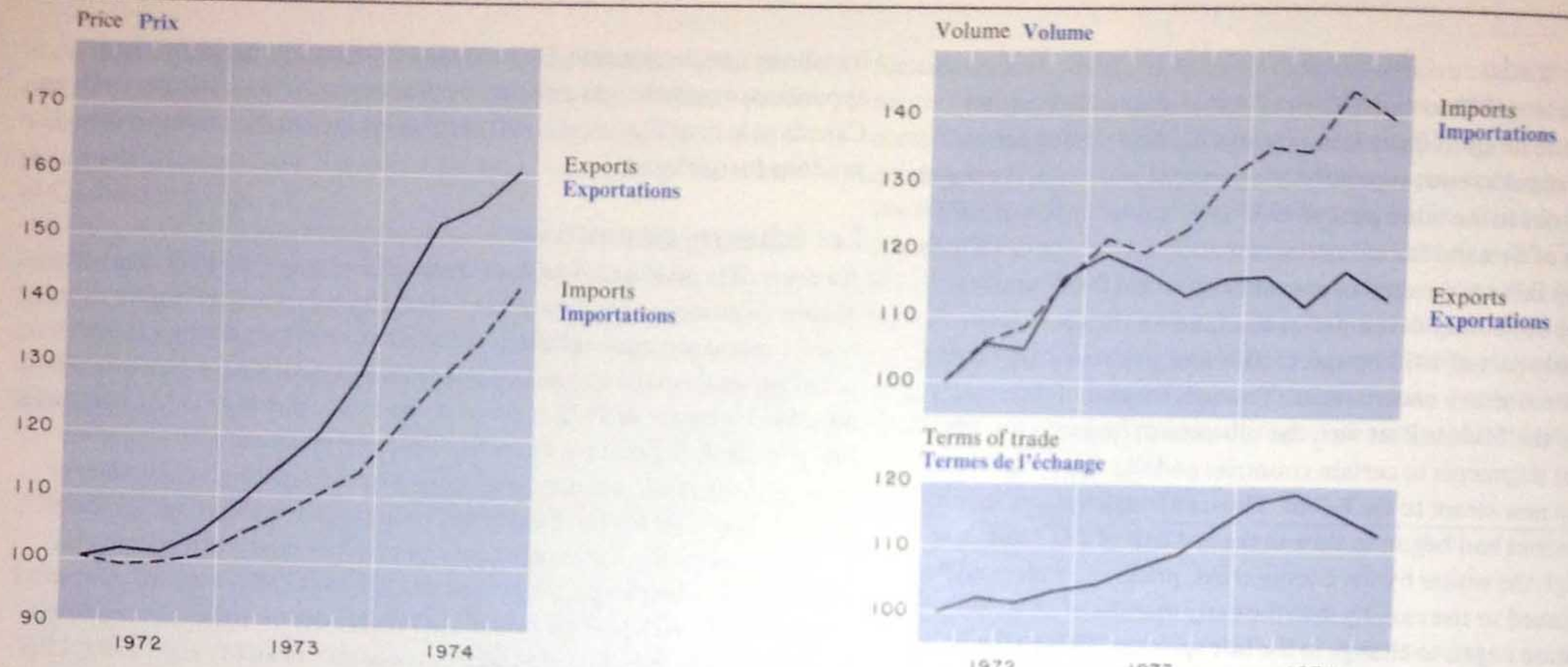
Les échanges commerciaux

Au cours de la période qui va de la fin de 1972 au milieu de 1974, une vaste gamme de produits canadiens a fait l'objet d'une demande étrangère exceptionnellement soutenue et bénéficié d'une hausse rapide des prix. L'essor simultané de l'activité économique dans les principaux pays industrialisés au second semestre de 1972 et pendant une bonne partie de 1973 a déclenché une poussée de la demande de matières premières industrielles; parallèlement, les mauvaises récoltes enregistrées à beaucoup d'endroits étaient la cause de pressions sur les réserves de produits alimentaires dans le monde. Le boom des matières premières qui s'en est alors suivi a pris encore plus d'ampleur pendant les premiers mois de 1973 sous l'effet d'achats effectués par précaution ou à titre spéculatif à la lumière des incertitudes monétaires. Vers la fin de l'année, le déclenchement de la guerre au Moyen-Orient, l'imposition par des pays de l'O.P.E.P. d'un embargo sur les expéditions de pétrole à destination de certains pays et la forte hausse de prix du pétrole ont contribué à renforcer la flambée. Aussi, bien que l'activité économique eût commencé à fléchir au second semestre de 1973 dans la plupart des pays industrialisés et subi tout au long de l'hiver les conséquences fâcheuses de la crise énergétique, les prix des matières premières ont continué à grimper rapidement jusque pendant la première partie de 1974. La situation a toutefois commencé à se modifier à la fin du printemps de 1974, le ralentissement économique enregistré dans les principaux pays industrialisés devenant plus marqué. La pression de la demande s'est atténuée nettement et les cours des matières premières industrielles cotés sur les marchés mondiaux ont commencé à fléchir après le milieu de l'année.

La forte demande mondiale de produits de base et le vif renchérissement de ces matières, pendant la période allant de la fin 1972 au milieu de 1974, ont eu des répercussions importantes sur le commerce extérieur du Canada, dont les principales exportations s'en trouvaient nettement valorisées. Si dans l'ensemble, les exportations ont augmenté, en valeur, à un rythme annuel moyen de près de 30% du second semestre de 1972 au premier semestre de 1974, celles des produits provenant de l'exploitation des richesses naturelles

Merchandise trade — Price and Volume indexes and terms of trade
Balance commerciale : Indices de prix et de volume — évolution des termes de l'échange

Index 1Q 1972 = 100 **1er trim. 1972 = 100**



In contrast, the volume of imports continued to rise steadily through most of the period. Unlike most other industrial countries, the pace of activity in the Canadian economy did not level off until after the first quarter of 1974 and was relatively well sustained until the final quarter. As a consequence demand for imports remained strong with the volume of imports rising by 12 per cent in 1974, though the upward trend was reversed in the final quarter of the year.

Prices of imports, however, rose much less rapidly than export prices from mid-1972 to mid-1974, largely because prices of highly manufactured goods, which bulk large in the Canadian import bill, rose significantly less rapidly than prices of primary commodities. As a result, the terms of trade improved by an estimated 16 per cent over the two years (see Chart). This improvement was responsible for all of the increase in the surplus on the trade account during this period; indeed, in constant dollar terms, the trade balance declined. The effect on the trade balance of such an unusually favourable shift in the terms of trade was reversed after mid-year as prices of imports continued to rise very rapidly while the rate of increase in export prices slowed. The rise in prices

ont grimpé encore plus rapidement. Au second semestre de 1974 toutefois, le rythme de hausse est tombé à environ 16%. Cette chute abrupte est due en partie au plafonnement de la valeur des exportations de pétrole après un premier semestre marqué par un essor imputable au relèvement des prix; toutefois, la valeur des autres exportations a également accusé un ralentissement.

En volume, cependant, la progression des exportations a été bien plus modeste au cours de cette période (voir graphique). Après avoir atteint un sommet au premier trimestre de 1973, le volume des exportations a plafonné pour accuser un faible recul en 1974. De toute évidence, les contraintes de capacité ont contribué à limiter cette croissance en 1973, mais les grèves aux chemins de fer et dans l'industrie des pâtes et papiers ont également joué un rôle important. Depuis quelque temps, toutefois, le ralentissement semble pouvoir être attribué à l'affaiblissement de la demande sur les principaux marchés d'exportation.

En revanche, le volume des importations a continué d'augmenter régulièrement durant la plus grande partie de cette période. Au Canada, contrairement à ce qui s'est passé dans les autres pays industrialisés, l'activité

of manufactured imports accelerated as the effects of the higher prices of oil and other commodities worked their way through the pricing system and as strong wage-cost pressures emerged in most industrial countries. Upward pressure on costs in Canada was also severe and prices of highly-processed exports increased markedly but such goods account for a smaller share of total exports than of imports. At the same time, export prices of primary commodities which are influenced to a much greater extent by world market conditions began to reflect the weaker demand for many of these products.

The principal commodity groups that have contributed to the shifts in the merchandise trade balance over the past three years are shown in Table II.

économique n'a pas cessé de progresser jusqu'après le premier trimestre de 1974 et est restée relativement soutenue jusqu'au dernier. Aussi, la demande de biens importés est-elle demeurée élevée et les importations ont-elles crû, en volume, de 12% en 1974, bien que la tendance à la hausse se soit infléchie au dernier trimestre.

Le prix des importations a grimpé beaucoup moins rapidement que le prix des exportations du milieu de 1972 au milieu de 1974, en grande partie du fait que les produits à haut degré de finition, lesquels constituent le gros de nos importations, ont augmenté bien moins rapidement que les produits de base. En conséquence, les termes de l'échange se seraient améliorés de 16% sur ces deux années (voir graphique). C'est à cette amélioration qu'est imputable tout l'accroissement de l'excédent dégagé par nos échanges com-

Table II
Tableau II

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

	Value, percentage change **En valeur, variation en %**			Value, billions of dollars **En valeur, en milliards de dollars**	
	1972 **1972**	1973 **1973**	1974 **1974**	1974 **1974**	
EXPORTS					**EXPORTATIONS**
Farm and fish products	5	45	23	4.2	**Produits de l'agriculture et de la pêche**
Crude petroleum and natural gas	27	42	114	4.1	**Pétrole brut et gaz naturel**
Softwood lumber	41	38	–20	1.2	**Bois d'œuvre**
Other forest products	8	19	46	4.3	**Autres produits de la forêt**
Metals and minerals	2	32	27	6.3	**Métaux et minéraux**
Sub-total	10	34	36	20.1	**Total partiel**
Chemicals and fertilizers	6	22	38	1.0	**Produits chimiques et engrais**
Automotive products	12	14	5	5.6	**Produits de l'industrie automobile**
Other manufactured goods (incl. re-exports)	25	19	24	5.8	**Autres biens manufacturés (y compris les réexportations)**
Total	13	26	27	32.5	**Total**
of which: volume	9	9	–1		**en volume**
price	3	16	29		**en prix**
IMPORTS					**IMPORTATIONS**
Food	22	34	33	2.2	**Produits alimentaires**
Crude petroleum and natural gas	25	39	175	2.6	**Pétrole brut et gaz naturel**
Other fuels, industrial and construction materials	15	25	45	8.6	**Autres combustibles, matières industrielles et matériaux de construction**
Machinery and equipment	17	26	28	7.2	**Outillage et équipement**
Automotive products	20	23	16	7.2	**Produits de l'industrie automobile**
Other consumer goods and special items	31	21	27	3.7	**Autres biens de consommation et produits spéciaux**
Total	20	25	35	31.5	**Total**
of which: volume	17	15	12		**en volume**
price	3	9	21		**en prix**

Among the major export groups, the fastest growth in value terms has been in exports of crude petroleum and natural gas which doubled in 1974 following a gain of over 40 per cent in 1973. In contrast to 1973, however, when the increase reflected both a higher volume of shipments and an increase in prices, the sharp rise in 1974 was entirely due to higher prices. Indeed, the volume of exports declined by over 15 per cent in 1974: shipments of oil and natural gas were restricted in the early part of the year and subsequently the flow of crude oil was affected by the downturn in the U.S. economy and reduced demand for some of the heavier grades at the increased price.

Exports of metals and minerals and of forest products with the exception of lumber also registered substantial further gains in value in 1974, as did exports of fertilizers and chemicals. However, gains in the volume of these exports were for the most part limited. Exports of lumber declined both in value and volume, the weaker market reflecting the pronounced downturn in U.S. housebuilding activity since early 1973. Shipments of copper also fell off in the closing months of the year as demand from Japan was sharply reduced.

In the case of farm products, a number of special factors affected exports in 1974. Although higher prices resulted in a substantial increase in the value of grain exports, shipments were severely affected by strikes in the third quarter. In addition the value of livestock and meat exports to the United States, which had shown an unusually large increase in 1973, fell back sharply with the changed situation in the livestock market in the United States and the subsequent imposition of quotas on trade in such products.

Despite a weakening in the market for new cars in the United States after the first quarter of 1973, the value of Canadian exports of automotive products continued to expand strongly in 1973, in part reflecting a demand for models produced in this country. In 1974, however, the value increase was one of the smallest in recent years and was more than accounted for by higher prices; with cars sales in the United States slumping badly the volume of exports declined.

In contrast to automotive products, the value of exports of other manufactured goods continued to rise strongly in 1974. Increases in the value of such exports during the past two years have been considerably smaller than for the resource-based group of commodities, though in volume terms they have been rising more rapidly. At the same time the rate of price increase accelerated in 1974 as the higher costs of raw materials and rising labour costs were increasingly reflected in prices.

merciaux au cours de cette période car, en fait, la balance commerciale exprimée en dollars constants, a accusé un fléchissement. L'incidence sur la balance commerciale de cette évolution exceptionnellement favorable des termes de l'échange est devenue contraire après le premier semestre, les prix à l'importation continuant de monter très rapidement tandis que le rythme de hausse des prix à l'exportation se modérait. La hausse des prix des produits manufacturés importés s'est accélérée à mesure que les répercussions du renchérissement du pétrole et des matières premières se diffusaient dans la structure des prix et que de fortes pressions des salaires sur les coûts faisaient leur apparition dans la plupart des pays industrialisés. La pression sur les coûts a également été très marquée au Canada de sorte que les prix des produits d'exportation hautement transformés se sont accrus sensiblement, mais ces produits comptent davantage au chapitre des importations qu'à celui des exportations. Parallèlement, les prix à l'exportation des matières premières, qui sont dans une bien plus grande mesure influencés par le comportement des marchés mondiaux, ont commencé à se ressentir de la baisse de la demande d'un grand nombre d'entre elles.

On trouvera au Tableau II les principales catégories de produits qui ont contribué aux modifications de la balance commerciale enregistrées ces trois dernières années.

Parmi les grandes catégories d'exportations, ce sont celles de pétrole brut et de gaz naturel qui ont connu la croissance en valeur la plus rapide: doublement en 1974, après des gains de plus de 40% en 1973. Par contre, alors que les progrès enregistrés en 1973 reflétaient tant un accroissement du volume des expéditions qu'une augmentation des prix, la forte progression de 1974 est entièrement imputable au renchérissement des produits. De fait, le volume des exportations a diminué en 1974 de plus de 15%; les livraisons de pétrole et de gaz naturel ont fait l'objet de restrictions au premier semestre et, par la suite, les ventes de pétrole brut ont souffert de la contraction de l'économie américaine et d'une diminution de la demande de certaines des catégories d'huile lourde après le renchérissement de ces dernières.

Les exportations, en valeur, de métaux et de minéraux ainsi que de produits de la forêt à l'exception du bois d'œuvre ont aussi enregistré une nouvelle et considérable progression en 1974, comme d'ailleurs les expéditions d'engrais et de produits chimiques. En volume, toutefois, les gains ont généralement été limités. Les exportations de bois d'œuvre ont diminué tant en valeur qu'en volume, le recul sur ce marché résultant du fléchissement marqué observé depuis le début de 1973 dans le secteur de la construction résidentielle aux États-Unis. Les expéditions de cuivre ont aussi reculé en fin d'année, par suite de la forte réduction de la demande japonaise.

Table III
Tableau III

Selected trade balances
Soldes de quelques postes de la balance commerciale

Millions of dollars **En millions de dollars**

BALANCES	1970 1970	1971 1971	1972 1972	1973 1973	1974 1974	Half-years, seasonally adjusted annual rates Semestres, taux annuels désaisonnalisés 1973 1973 I	1973 1973 II	1974 1974 I	1974 1974 II	SOLDES
Crude petroleum and natural gas	450	509	660	961	1,435	795	1,126	1,026	1,845	Pétrole brut et gaz naturel
Automotive products	146	–74	–410	–910	–1,627	–828	–990	–1,514	–1,742	Produits de l'industrie automobile
Other goods	2,456	1,992	1,395	2,180	1,212	2,533	1,826	2,656	–231	Autres biens
Total	3,052	2,427	1,645	2,231	1,020	2,500	1,962	2,168	–128	Total

As with exports, the sharp increase in the value of crude petroleum imports in 1974 stands out. Prices on average tripled, substantially more than offsetting a moderate decline in the volume of crude oil imports. There were also substantial increases in the value of imports of other fuels, industrial and construction materials and of machinery and equipment, reflecting both the strength of business investment in Canada and the impact of rising prices.

Among consumer goods, the value of food imports continued to rise though not quite as rapidly as in 1973. The growth of automotive imports also slowed. In contrast, the value of imports of other consumer goods rose more rapidly, reflecting both an increase in volume terms and some acceleration in prices.

The balances on trade in crude petroleum, in automotive products and in all other products during the past two years are shown in Table III. The surplus on crude petroleum and natural gas increased substantially, particularly in 1974, while the deficit on automotive products continued to widen. In the case of all other goods, the trade balance strengthened substantially in 1973 and then deteriorated sharply in the second half of 1974.

Non-merchandise trade

Most of the swing in the current account balance during the past two years resulted from changes in the trade balance. However, the deficit on services and transfers also continued to grow, as it had over the past

En ce qui a trait aux produits de l'agriculture, les exportations ont souffert d'un certain nombre de facteurs spéciaux. Bien que la valeur des exportations de céréales ait fortement augmenté en 1974 par suite de la hausse des prix, les expéditions ont été durement touchées par les grèves du troisième trimestre. De plus, la valeur des exportations vers les États-Unis d'animaux sur pieds et de viande, qui avait marqué une hausse exceptionnelle en 1973, a chuté en 1974 par suite de l'évolution de la conjoncture sur le marché américain du bétail et du contingentement subséquent de ces produits.

Malgré l'affaiblissement observé sur le marché américain des voitures neuves à partir du deuxième trimestre de 1973, la valeur des exportations canadiennes de produits de l'industrie automobile a continué de progresser fortement en 1973, pour une part en réponse à la demande des modèles produits au Canada. En 1974 toutefois, l'augmentation en valeur des expéditions a été une des plus faibles qui aient été enregistrées ces dernières années et est uniquement attribuable à la hausse des prix: en effet, le marasme des ventes d'automobiles aux États-Unis a entraîné un fléchissement du volume des exportations.

Contrastant avec l'évolution des ventes à l'étranger du secteur des produits de l'industrie automobile, les exportations des autres produits manufacturés ont continué en 1974 d'enregistrer une forte augmentation en valeur. S'il est vrai que les exportations de ces catégories de produits ont progressé bien moins rapidement ces deux dernières années en valeur que celles des catégories de produits résultant de l'exploitation des richesses naturelles, en volume, par contre, elles ont enregistré une augmentation plus rapide.

Table IV
Tableau IV

Balance on services and transfers
Balance des services et des transferts

Millions of dollars **En millions de dollars**

	1970 1970	1971 1971	1972 1972	1973 1973	1974 1974	Half years, seasonally adjusted at annual rates Données semestrielles désaisonnalisées, taux annuels				
						1973 1973		1974 1974		
						I I	II II	I I	II II	
Interest and dividends	–1,022	–1,141	–1,074	–1,344	–1,492	–1,276	–1,412	–1,356	–1,628	Intérêts et dividendes
Miscellaneous investment and financial income	–95	–157	–219	–168	–308					Revenus de placements et revenus financiers divers
Business services	–518	–570	–617	–650	–701	–792	–844	–978	–1,040	Services commerciaux
Sub-total	–1,635	–1,868	–1,910	–2,162	–2,501	–2,068	–2,256	–2,334	–2,668	Total partiel
Travel	–226	–202	–234	–296	–302	–310	–282	–258	–346	Voyages
Other services and transfers	–85	–51	–156	–198	–94	–270	–126	–166	–22	Autres services et transferts
Total services and transfers	–1,946	–2,121	–2,300	–2,656	–2,897	–2,648	–2,664	–2,758	–3,036	Ensemble des services et des transferts

Table V
Tableau V

Capital account
Balance des capitaux

Millions of dollars **En millions de dollars**

	1970 1970	1971 1971	1972 1972	1973 1973	1974 1974	1973 1973		1974 1974		
						I I	II II	I I	II II	
LONG-TERM CAPITAL										CAPITAUX À LONG TERME
Direct investment										Investissements directs
In Canada	835	880	715	720	435	310	410	185	250	Au Canada
Abroad	–295	–220	–385	–590	–645	–140	–450	–300	–345	À l'étranger
Canadian bonds										Obligations canadiennes
Gross new issues	1,157	1,164	1,707	1,305	2,422	704	601	1,064	1,358	Émissions brutes
Retirements	–548	–822	–546	–653	–479	–348	–305	–274	–205	Remboursements
Trade in outstanding issues	–39	–94	293	31	39	18	13	–14	53	Opérations sur titres en circulation
Canadian stocks										Actions de sociétés canadiennes
Net transactions	–79	–126	–18	14	–102	–133	147	87	–189	Opérations nettes
Foreign securities										Titres étrangers
Net transactions	74	204	260	52	25	68	–16	79	–54	Opérations nettes
Export credits	–129	–230	–251	–185	–589	–99	–86	–268	–321	Crédits à l'exportation
Other long-term	–224	–274	–13	–35	–162	94	–129	–110	–52	Autres opérations à long terme
Total	752	482	1,762	659	944	474	185	449	495	Total
SHORT-TERM CAPITAL										CAPITAUX À COURT TERME
Resident holdings of foreign currencies										Avoirs des résidents en monnaies étrangères
Chartered banks net foreign currency position with non-residents	–122	1,404	637	–343	–1,354	154	–497	–688	–666	Banques à charte : position nette en devises vis-à-vis des non-résidents
Non-bank holdings of foreign currency abroad	–41	–561	–171	–214	1,565	–371	157	893	672	Secteur non bancaire : avoirs en devises à l'étranger
Non-resident holdings of Canadian liquid assets	117	199	–27	354	886	181	173	239	647	Avoirs liquides en dollars canadiens des non-résidents
Other short-term (including errors and omissions)	–282	–1,053	–1,327	–498	–140	–148	–350	264	–404	Autres opérations à court terme (compte tenu des erreurs et omissions)
Total	–328	–11	–888	–701	957	–184	–517	708	249	Total
TOTAL CAPITAL MOVEMENTS	424	471	874	–42	1,901	290	–332	1,157	744	ENSEMBLE DES MOUVEMENTS DE CAPITAUX

decade, and in 19
widening of the
associated with
that is, net paym
for business serv

Capital move

Capital moveme
had led to a sma
an all-time reco
actions that con

The main facto
was an increase
sold abroad in
the previous ye
Canadian bond
reflected sharpl
agencies and a
U.S. markets th
borrowing in th
several large is

There were la
the net effect o
in 1973 than in
this movement
net new bond i
ment by Canad
there was a ma
Canada in 197
non-residents
dians. Trade i
to a much sma
shifted to a sm
also increased
financing of h
short-term ca
resulted from
actions.

decade, and in 1974 reached $2.9 billion. As in earlier years, most of the widening of the deficit in 1973 and 1974 came from growing payments associated with foreign investments and business operations in Canada, that is, net payments of interest, dividends and investment income and for business services (see Table IV).

Capital movements

Capital movements between Canada and other countries, which in 1973 had led to a small net outflow for the first time since 1952, gave rise to an all-time record inflow of $1.9 billion in 1974. The types of transactions that contributed to this swing are shown in Table V.

The main factor behind the change in the long-term capital account was an increase of about $1.3 billion in net new issues of Canadian bonds sold abroad in 1974 following a reduction of just over $500 million in the previous year. At $2.4 billion, gross sales abroad of new issues of Canadian bonds in 1974 were much the largest ever recorded and mainly reflected sharply rising capital requirements of provinces and their agencies and a wider yield differential between long-term Canadian and U.S. markets through much of the year. There was a sizeable increase in borrowing in the United States and in the last few months of the year several large issues of bonds were sold overseas.

There were large fluctuations in other types of long-term capital flows, the net effect of which was a much smaller inflow from such transactions in 1973 than in 1972 and a swing to a substantial outflow in 1974 when this movement offset to a considerable extent the enlarged inflow from net new bond issues. Long-term outflows in the form of direct investment by Canadians abroad increased in both of the last two years while there was a marked decline in the inflow of foreign direct investment in Canada in 1974 as a result of unusually large disinvestments by some non-residents and takeovers of foreign-controlled companies by Canadians. Trade in outstanding Canadian and foreign securities gave rise to a much smaller inflow in 1973 than in the previous year and then shifted to a small outflow in 1974. Net disbursements of export credits also increased very substantially in 1974, largely reflecting increased financing of higher-priced grain exports. The shift from substantial short-term capital outflows in 1972 and 1973 to a sizeable inflow in 1974 resulted from large and partly offsetting flows in major types of transactions.

* * *

Par ailleurs, leur renchérissement s'est accéléré en 1974, du fait que la hausse du prix des matières premières et du coût de la main-d'œuvre a été de plus en plus répercutée dans leur prix.

Comme au chapitre des exportations, c'est avant tout l'escalade de la valeur des importations de pétrole brut observée en 1974 qui attire l'attention. Les prix ont en moyenne triplé, faisant ainsi bien plus que simplement compenser la modeste baisse du volume des importations de pétrole. Ont également marqué une hausse sensible en valeur, les importations d'autres combustibles, de matières industrielles et de matériaux de construction, ainsi que d'outillage et d'équipement; cette progression traduit à la fois la vigueur des investissements des entreprises au Canada et l'incidence de la hausse des prix.

Pour ce qui est des biens de consommation, les importations, en valeur, de produits alimentaires ont continué de progresser, quoiqu'un peu moins rapidement qu'en 1973. Les importations de produits de l'industrie automobile ont aussi accusé un ralentissement. En revanche, les importations, en valeur, des autres biens de consommation ont marqué une accélération qui s'explique et par une augmentation du volume et par une certaine hausse du rythme d'augmentation des prix.

Les soldes dégagés par le commerce du pétrole brut, des produits de l'industrie automobile et de tous les autres produits au cours des deux dernières années figurent au Tableau III. Si le surplus enregistré au poste du pétrole brut et du gaz naturel s'est accru sensiblement, surtout en 1974, le déficit résultant des échanges de produits de l'industrie automobile a continué de s'aggraver. Pour l'ensemble des autres marchandises, la balance commerciale est devenue nettement plus favorable en 1973, mais a enregistré une détérioration marquée au second semestre de 1974.

Les services et les paiements de transfert

L'évolution de la balance courante au cours des deux dernières années tient en majeure partie aux variations de la balance commerciale. Toutefois, le déficit sur les services et sur les transferts a également continué de s'aggraver – il le faisait depuis une décennie – et a atteint $2.9 milliards en 1974. Comme pour les années antérieures, l'accentuation du déficit en 1973 et en 1974 est principalement attribuable à l'accroissement des paiements liés aux placements et aux opérations commerciales effectués au Canada par des non-résidents, c'est-à-dire aux versements nets d'intérêts, de dividendes et de revenus d'investissement ainsi qu'aux prestations répertoriées sous la rubrique des services commerciaux (voir Tableau IV).

Only partial and preliminary data are available for the first quarter of 1975 but the early indications are that the current account deficit may have been of approximately the same order of magnitude as in the fourth quarter of 1974. Many of the forces that were at work in the final months of 1974 have clearly continued into this year. Demand for many of our major exports has continued to be weak and import demand has been maintained at a relatively high level even though economic activity in Canada has slackened. At the same time there has been a further softening of prices of a number of internationally-traded commodities while cost increases have continued to push up the prices of manufactured and processed goods. In addition, there have been a number of short-run factors at work, such as the disruption of grain shipments in February and March by labour disputes. On the capital side, gross sales of new bond issues to non-residents reached a record level in the first quarter. In total, capital inflows very nearly matched the current account deficit and official reserves declined only slightly. However some net downward movement in the value of the Canadian dollar in the exchange market did occur during this period.

Les mouvements de capitaux

Les mouvements de capitaux entre le Canada et l'étranger, qui, pour la première fois depuis 1952, avaient donné lieu en 1973 à une faible sortie nette de fonds, se sont soldés en 1974 par un afflux record de $1.9 milliard. Le Tableau V illustre les types d'opérations qui ont contribué à ce revirement.

La variation dans le compte des capitaux à long terme est surtout attribuable à l'augmentation, de l'ordre de $1.3 milliard de dollars, des émissions nettes d'obligations canadiennes sur les marchés étrangers enregistrée en 1974, alors que les émissions de ce type s'étaient inscrites en baisse nette d'un peu plus de $500 millions en 1973. S'établissant à $2.4 milliards de dollars, les émissions brutes à l'étranger d'obligations canadiennes ont atteint le plus haut montant jamais enregistré, et ce, principalement par suite de la forte accentuation des besoins de financement des provinces et de leurs entreprises ainsi qu'en raison de l'accroissement de l'écart entre le rendement offert pour l'argent à long terme sur les places canadiennes et américaines pendant une grande partie de l'année. Le volume des emprunts placés aux États-Unis a sensiblement progressé et, au cours des derniers mois de 1974, plusieurs grosses émissions d'obligations ont été placées outre-mer.

Les mouvements d'autres types de capitaux à long terme ont également subi de fortes variations, ce qui a eu pour effet d'en réduire l'afflux net en 1973 par rapport à l'année précédente et d'occasionner, en 1974, des sorties considérables de fonds, lesquelles ont dans une large mesure contrebalancé l'entrée accrue de fonds provenant du placement net à l'étranger d'emprunts obligataires. Les sorties de capitaux à long terme au titre des investissements directs à l'étranger de Canadiens ont marqué une hausse au cours des deux dernières années, alors que les investissements étrangers directs dans notre pays accusaient, en 1974, un recul prononcé imputable à des opérations financières d'une ampleur exceptionnelle, notamment à des réalisations d'investissements de la part de certains non-résidents et à l'acquisition par des Canadiens du contrôle de sociétés dirigées auparavant par des étrangers. Les opérations sur les titres canadiens et étrangers en circulation ont donné lieu en 1973 à un afflux nettement inférieur à celui de l'année précédente, qui s'est mué en 1974 en une légère sortie de fonds. Les utilisations nettes du crédit à l'exportation ont également marqué une forte progression en 1974, en grande partie attribuable à un financement accru des exportations de céréales, devenues plus chères. Le revirement qui a fait succéder aux considérables sorties de capitaux à court terme enregistrées en 1972 et en 1973 des entrées notables en 1974 résulte de gros mouvements de fonds partiellement compensateurs, attribuables aux principales catégories d'opérations.

* * *

Bien que les données relatives au premier trimestre de 1975 dont nous disposons actuellement ne soient que partielles et préliminaires, elles donnent à penser que les comptes courants auraient alors dégagé un déficit du même ordre de grandeur qu'au dernier trimestre de 1974. Manifestement, nombre des facteurs qui agissaient sur la conjoncture fin 1974 sont toujours présents. La demande de beaucoup de nos principales exportations est demeurée faible, tandis que la demande de produits d'importation restait relativement élevée en dépit du ralentissement de l'activité économique au Canada. Parallèlement, le prix d'un certain nombre de matières premières échangées sur les marchés internationaux a faibli davantage, tandis que la hausse des coûts continuait d'exercer une pression sur les prix des produits manufacturés ou transformés. Un certain nombre de facteurs temporaires ont également joué, par exemple la perturbation des expéditions de céréales en février et en mars causée par des conflits du travail. En ce qui a trait aux mouvements de capitaux, le placement brut à l'étranger d'émissions obligataires a atteint un niveau record au premier trimestre. Tout compte fait, les entrées de capitaux ont à peu de choses près compensé le déficit des comptes courants et les réserves officielles n'ont accusé qu'une faible réduction. Il reste que le cours du dollar canadien a légèrement baissé au cours de cette période sur le marché des changes.

Wages - salaries - Cost of living adjustments

Cost-of-living adjustment clauses in major wage settlements in 1974

André Richard Marcil

Increased resort to cost-of-living adjustment (COLA) clauses in labour contracts has been one of the notable features of the collective bargaining scene during the past year. Undoubtedly the large increases in consumer prices during the past few years and the consequent strengthening of inflationary expectations have contributed to the growing interest in the inclusion of COLA clauses in labour contracts. Such clauses are designed to provide a degree of automatic protection against price increases, usually by some formula that links additional wage increases to the rise in the Consumer Price Index (CPI).

In this article an attempt is made to analyse the potential wage effects of COLA clauses incorporated in major contracts settled during 1974, that is, contracts involving 500 or more employees in all commercial and non-commercial industries, excluding construction.* The data published by the Department of Labour on increases in base rates of pay under new major wage settlements do not include any allowance for additional wage increases contingent upon increases in the CPI since the size of such increases cannot be known in advance. Here, this problem is addressed by the use of illustrative assumptions for the rise in the CPI. After looking briefly at the growing prevalence of COLA clauses in labour contracts, the author goes on to make some estimates of their possible impact on base rates of pay in major contracts, using three hypothetical rates of increase for the CPI. The article also discusses the apparent trade-off between COLA provisions and larger direct wage increases and/or shorter contracts. In the final section it compares the recent pattern of wage settlements in Canada with that in the United States.

*The analysis in this article is based on the information available on base rates of pay under major wage settlements and on the specific terms of COLA clauses for individual contracts published by the Department of Labour in the monthly Collective Bargaining Review and the quarterly Research Bulletin on Wage Developments. The available data do not include the construction industry.

Mr. Marcil was until recently a member of the Research Department of the Bank.

Les clauses d'indemnité de vie chère et les principaux accords salariaux conclus en 1974.

André Richard Marcil

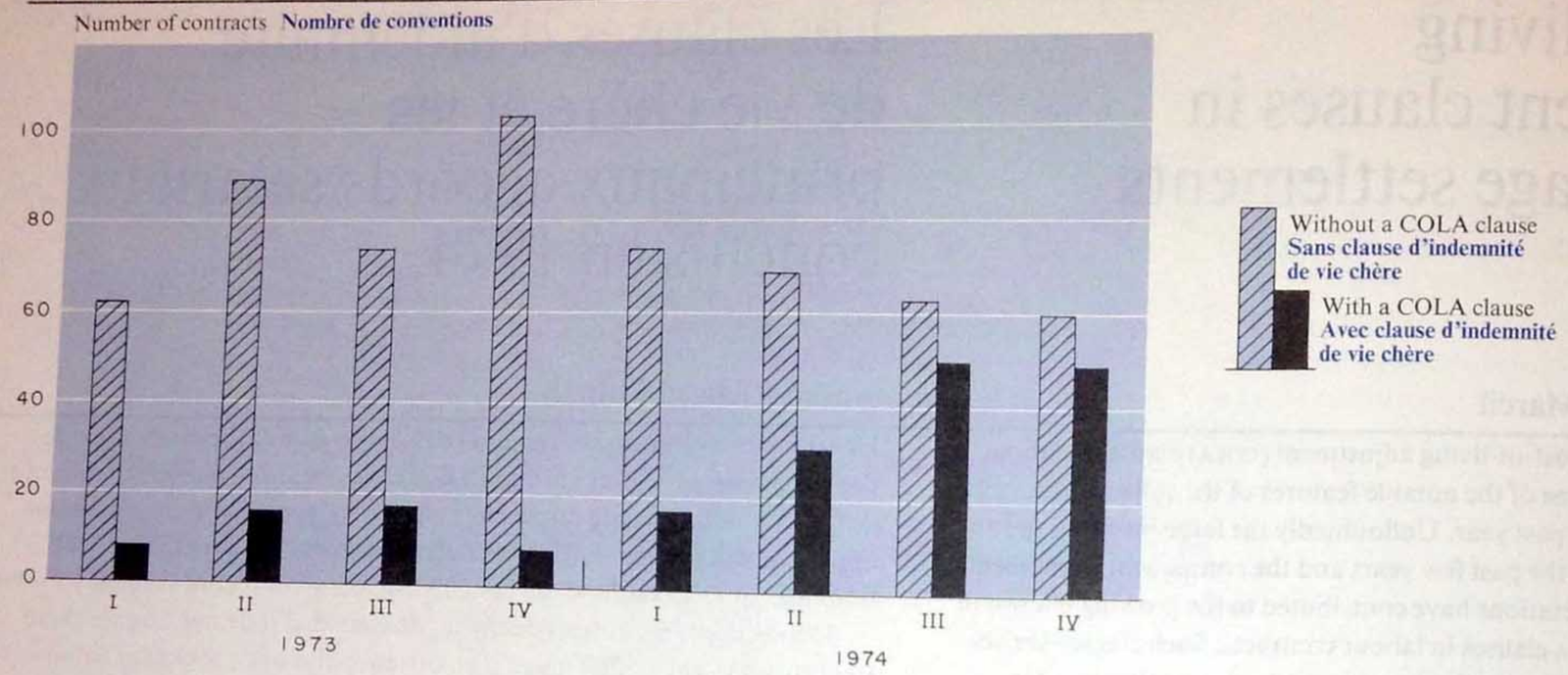
Une des principales caractéristiques des conventions collectives négociées l'année passée a été le recours accru à des dispositions d'ajustement au coût de la vie. Il ne fait pas de doute que la flambée des prix à la consommation apparue ces dernières années et le raffermissement des anticipations inflationnistes qui s'en est suivi ont contribué à renforcer encore l'intérêt pour l'introduction dans les contrats de travail de clauses d'indemnité de vie chère. Ces clauses visent à offrir jusqu'à un certain point une protection automatique contre les hausses de prix, en général à l'aide d'une formule liant l'octroi d'augmentations supplémentaires de salaire à la hausse de l'indice des prix à la consommation (I.P.C.).

Le présent article constitue une tentative d'analyser les répercussions possibles sur les salaires des clauses d'ajustement au coût de la vie insérées dans les principales conventions collectives conclues en 1974, soit les contrats intéressant des groupes d'au moins 500 employés appartenant à tous les secteurs économiques du pays, abstraction faite de la construction*. Les données publiées par le ministère du Travail sur les augmentations des salaires de base accordées par les nouveaux accords salariaux étudiés ne tiennent pas compte des hausses de salaire additionnelles liées à la progression de l'I.P.C., celle-ci ne pouvant être connue d'avance. Nous abordons ici ce problème en supposant divers taux de progression de l'I.P.C., retenus à titre d'illustration. Après un bref examen de la tendance à la généralisation des clauses d'indemnité de vie chère, nous avons essayé d'établir certaines estimations de leur incidence possible sur les rémunérations de base accordées dans les contrats en question en partant de trois taux hypothétiques de progression de l'I.P.C.

*L'analyse présentée dans cet article s'appuie sur les données relatives aux rémunérations de base prévues par les principaux accords salariaux et aux modalités spécifiques des différentes clauses d'indemnité de vie chère, lesquelles sont contenues dans deux publications du ministère du Travail, la *Revue de la négociation collective* (publication mensuelle) et le *Research Bulletin on Wage Developments* (publication trimestrielle). Les données disponibles ne tiennent pas compte de la construction.

M. Marcil a fait partie jusqu'à tout récemment du Département des recherches de la Banque du Canada.

Major new contracts with and without COLA clauses
Principales conventions récentes assorties ou non de clauses d'indemnité de vie chère



The incidence of COLA clauses

Only a relatively small proportion of all workers in the non-farm economy is covered by major collective bargaining agreements,* but the terms of such agreements have an appreciable influence on wage and salary adjustments in other parts of the economy and provide a forward indicator of wage trends. A record number of major collective bargaining agreements was negotiated in 1974, involving slightly more than half of the unionized workers covered by major contracts in force at the end of 1974. The pressure for substantially larger wage increases, in some cases reflecting an effort to make up for unexpectedly large price increases since the previous settlement, was evident in the upward trend through the year in the increases in wage rates agreed upon in contract settlements. For the year as a whole, wage settlements negotiated under major contracts provided for increases in base rates of pay averaging 14.2 per cent per annum over the life of the contracts compared with just under 10 per cent in 1973. In addition many contracts were reopened during the year and special upward adjustments were made in wages in

*As at the end of 1974, approximately 1.75 million workers were covered by major contracts, roughly two thirds of the total number of unionized workers and about 20 per cent of the total number employed in the non-farm economy.

Nous avons également étudié l'espèce d'alternative offrant le choix entre, d'une part, des indemnités de vie chère et, d'autre part, des augmentations directes plus élevées, avec ou sans réduction de la durée des conventions. L'article se termine par une étude comparative de la tendance récente en matière d'accords salariaux au Canada et aux États-Unis.

L'incidence des clauses d'indemnité de vie chère

La proportion des salariés intéressés par les principales conventions collectives est relativement faible, même lorsqu'il est fait abstraction de l'agriculture*; toutefois, les conditions stipulées dans les conventions signées dans un secteur donné influent sensiblement sur les ajustements de salaires et de traitements accordés dans d'autres secteurs et constituent un indicateur prospectif de la tendance en matière de rémunération. En 1974 a été négocié un nombre record de conventions collectives importantes, lesquelles régissent un peu plus de la moitié des travailleurs syndiqués liés, à la fin de 1974, par les conventions retenues. La poussée vers un accroissement notable des majorations salariales – laquelle correspond dans certains cas à une tentative

*Fin 1974, les principales conventions collectives s'appliquaient à environ 1,750,000 travailleurs, soit à peu près aux deux tiers des travailleurs syndiqués ou à environ 20% des personnes employées dans tous les secteurs, sauf l'agriculture.

recognition of the ra
trend towards shorte
to commit themselve
provision for cost-of-
contracts shortened t
contracts settled fron

As mentioned earlie
visions in negotiating
small percentage of a
as can be seen in the
clauses rose steadily t
been most prominent
of the contracts settle

The impact of C

The increasing preval
difficulties involved, a
visions on wage rates
cation in attempting
common formula for
cent-per-hour increas
In a number of cases,
increase in wages with
contracts specify a mi
comes into effect and

Table I
Tableau I

M
Pr

	Nu con **Nor con**
Manufacturing	132
Other commercial	120
Total commercial	252
Non-commercial	161
All industries	413

*Contracts settled during
construction

recognition of the rapid increases in prices. There was also a distinct trend towards shorter contracts in 1974 as workers became less willing to commit themselves to long-term contracts, particularly without some provision for cost-of-living adjustments. The average life of major new contracts shortened to 22 months compared with around 26 months for contracts settled from 1970 to 1973.

As mentioned earlier, much greater emphasis was placed on COLA provisions in negotiating new contracts during 1974. Until last year, only a small percentage of agreements contained such protective features but, as can be seen in the Chart, the proportion of new contracts with COLA clauses rose steadily through 1974. Table I shows that COLA clauses have been most prominent in the manufacturing sector where over one half of the contracts settled in 1974 included such provisions.

The impact of COLA clauses on wage increases

The increasing prevalence of COLA clauses has meant that, despite the difficulties involved, an assessment of the possible impact of such provisions on wage rates has become more imperative. One basic complication in attempting this is the wide variety of COLA clauses. The most common formula for calculating wage adjustments provides for a one cent-per-hour increase per specified decimal point increase in the CPI. In a number of cases, however, the formula provides for a percentage increase in wages with a specified percentage increase in the CPI. Some contracts specify a minimum increase in the CPI before a COLA clause comes into effect and in some, the COLA clause only becomes effective

de compensation des hausses de prix d'ampleur imprévue enregistrées depuis l'entrée en vigueur des conventions précédentes – s'est traduite par une tendance à la hausse tout au long de l'année, des taux d'accroissement des salaires stipulés dans les accords. Sur l'ensemble de l'année, les dispositions salariales convenues dans le cadre des conventions collectives examinées ont abouti à une augmentation moyenne des rémunérations de base de 14.2% par an pendant la durée des contrats, comparativement à la hausse légèrement inférieure à 10% enregistrée en 1973. En outre, de nombreux contrats en vigueur ont été remis en question au cours de l'année, et des majorations spéciales de salaire ont été accordées pour tenir compte de la montée rapide des prix. Une nette tendance à la réduction de la durée des conventions s'est également manifestée en 1974, les travailleurs semblant moins disposés à s'engager par des contrats de longue durée, surtout en l'absence de quelconques dispositions d'ajustement des salaires à la hausse du coût de la vie. La durée moyenne des principaux accords signés en 1974 est tombée à 22 mois, contre environ 26 mois pour les contrats conclus entre 1970 et 1973.

Comme nous l'avons déjà mentionné, en 1974, une plus grande importance a été accordée dans la négociation des contrats aux dispositions de protection du pouvoir d'achat. Jusqu'à l'année dernière, seul un faible pourcentage des accords contenaient de telles dispositions, mais, comme on peut le voir sur le graphique, la proportion des nouveaux contrats assortis de clauses d'indemnité de vie chère a marqué une progression constante au cours de 1974. Il ressort du Tableau I que ces clauses ont été le plus répandues dans le secteur des industries manufacturières, où on les retrouve dans plus de la moitié des accords conclus en 1974.

Table I Major wage settlements in 1974*
Tableau I Principaux accords salariaux conclus en 1974*

	Number of contracts Nombre de conventions	Number of employees (thousands) Nombre d'employés (en milliers)	Percentage of contracts with COLA Pourcentage des conventions assorties de clauses d'indemnité de vie chère	Percentage of employees covered by COLA Pourcentage des employés ayant droit à des indemnités de vie chère	
Manufacturing	132	179	57	70	Entreprises manufacturières
Other commercial	120	338	41	47	Autres entreprises commerciales
Total commercial	252	517	49	55	Ensemble des entreprises commerciales
Non-commercial	161	398	14	19	Entreprises non commerciales
All industries	413	915	36	39	Ensemble des entreprises

*Contracts settled during 1974 by units covering 500 or more employees in all industries excluding construction.

*Conventions conclues au cours de 1974 dans tous les secteurs, à l'exception de la construction, par des unités de négotiation représentant au moins 500 employés.

after the first year. Some contracts provide for a minimum cost-of-living increase irrespective of changes in the CPI; such increases since they are guaranteed are, in fact, included in the official data on increases in base rates of pay under new wage settlements. Although some contracts do not set any limit on the cost-of-living adjustment, other contracts specify a maximum amount. Generally the all-Canada CPI is used as the reference base but some contracts use the index for a particular city.*

In order to make an assessment of the possible effects of COLA provisions in major wage settlements in 1974, it is necessary to analyse the precise terms of each contract and to calculate the 'add-on' to direct wage increases in each case based on an assumption regarding the prospective increase in the Consumer Price Index over the life of each contract. This was done for the 147 contracts settled in 1974 that included some type of COLA provision, using three quite different hypotheses for the increase in the CPI. The results are given in Table II which shows the direct increase in base wage rates and then the estimated 'add-on' effect of the COLA provisions under the three illustrative assumptions.

For contracts that include escalator clauses the upward adjustment to base rates of pay is quite sizeable, though on average smaller than the assumed increase in the CPI (see left-hand panel of Table II). With the first assumption of an average annual increase of 5 per cent in the CPI, it is estimated that COLA clauses would on average provide approximately an additional 1½ per cent per annum over the life of the contract at the 'all industry' level. The 'add-on' is, of course, even greater when a more rapid increase in the CPI is assumed: 3½ per cent per annum under the second assumption of 10 per cent and 6 per cent per annum under the third assumption of 15 per cent.

The right-hand half of Table II indicates the 'add-on' effect for all major contracts settled in 1974, that is, those with and those without COLA clauses. Since a relatively high proportion of new contracts contained COLA clauses, the effect remains important. For all industries combined, it is estimated to add between 0.6 percentage points and 2.3 percentage points, depending on the price assumption used, to the average annual increase of 14.2 per cent per annum over the life of contracts. The impact is greater in the manufacturing sector where a rela-

*For a more detailed analysis of the various types of COLA clauses in major contract settlements see: Department of Labour Research Bulletin on Collective Agreement Data, Cost-of-Living Allowance, May 1974 and forthcoming issue.

Les répercussions des clauses d'indemnité de vie chère sur les augmentations de salaire

Le recours croissant aux clauses d'adaptation à la cherté de la vie fait qu'il s'impose, encore que la tâche soit difficile, de tenter une évaluation de l'incidence de ces dernières sur le niveau des salaires. La diversité des clauses d'indexation est déjà un obstacle. La formule de calcul d'ajustement la plus répandue accorde une augmentation de 1 cent l'heure chaque fois que l'I.P.C. monte d'un nombre spécifié de dixièmes de point. Il arrive que la formule lie un certain pourcentage de majoration salariale à un pourcentage donné de hausse de l'I.P.C. Dans certaines conventions la clause ne joue que lorsque l'accroissement de l'I.P.C. dépasse un minimum donné; dans d'autres, elle n'entre en vigueur qu'après la première année. Certains accords comportent une indemnité minimum de vie chère, quelle que soit l'évolution de l'I.P.C.; vu qu'elles sont garanties, ces augmentations sont comprises dans les statistiques relatives aux augmentations des rémunérations de base consenties dans le cadre des nouvelles conventions collectives. Si certains contrats ne limitent pas l'ampleur de l'allocation de vie chère, d'autres comportent un plafond. En général, c'est l'I.P.C. pour tout le Canada qui est retenu comme outil de référence mais, dans certains cas, il est fait usage de l'indice d'une ville donnée*.

Si l'on veut évaluer les répercussions possibles des clauses d'indemnité de vie chère contenues dans les principales conventions collectives conclues en 1974, il convient d'analyser les dispositions spécifiques stipulées dans chacune d'elles et de calculer le montant accordé en sus des augmentations salariales directes en fonction, dans chaque cas, d'une hausse supposée de l'indice des prix à la consommation pendant la durée des contrats. Nous avons étudié les 147 conventions comportant une clause quelconque d'indexation signées en 1974 en posant trois hypothèses très différentes en ce qui concerne la progression de l'I.P.C. Les résultats de ce calcul sont présentés au Tableau II, où figurent les augmentations directes des salaires de base et les majorations additionnelles résultant, selon les trois hypothèses, des clauses d'échelle mobile.

Les clauses d'ajustement au coût de la vie entraînent une majoration assez sensible des salaires de base, encore que celle-ci soit inférieure en moyenne à l'augmentation supposée de l'I.P.C. (voir Tableau II, volet de gauche).

*On trouvera une analyse plus approfondie des divers types de clauses d'indemnité de vie chère stipulées dans les principales conventions collectives dans le Bulletin de recherches du ministère du Travail intitulé *Données sur les Conventions Collectives, Indemnité de vie chère* (livraisons de mai 1974 et prochain numéro.

Table II
Tableau II

Major wage settlements in 1974: direct increases and hypothetical COLA effects
Principaux accords salariaux conclus en 1974: augmentations directes et effet des indemnités hypothétiques de vie chère

	Contracts with COLA / Conventions prévoyant des indemnités de vie chère				All contracts / Ensemble des conventions				
	Direct increase / Augmentations directes	COLA add-on / Indemnités additionnelles de vie chère			Direct increase / Augmentations directes	COLA add-on / Indemnités additionnelles de vie chère			
		Assumption I: average annual increase in CPI of 5 per cent / 1ère hypothèse: 5% de hausse annuelle moyenne de l'I.P.C.	Assumption II: average annual increase in CPI of 10 per cent / 2e hypothèse: 10% de hausse annuelle moyenne de l'I.P.C.	Assumption III: average annual increase in CPI of 15 per cent / 3e hypothèse: 15% de hausse annuelle moyenne de l'I.P.C.		Assumption I: average annual increase in CPI of 5 per cent / 1ère hypothèse: 5% de hausse annuelle moyenne de l'I.P.C.	Assumption II: average annual increase in CPI of 10 per cent / 2e hypothèse: 10% de hausse annuelle moyenne de l'I.P.C.	Assumption III: average annual increase in CPI of 15 per cent / 3e hypothèse: 15% de hausse annuelle moyenne de l'I.P.C.	
Manufacturing									Entreprises manufacturières
First year	15.2	1.9	4.0	5.2	15.9	1.4	2.9	3.7	Première année
Average annual	12.1	2.1	4.2	6.3	13.0	1.5	3.0	3.4	Moyenne annuelle
Other commercial									Autres entreprises commerciales
First year	18.6	.4	1.5	3.5	17.7	.3	.9	1.7	Première année
Average annual	16.0	.6	1.9	3.9	14.9	.4	1.0	1.9	Moyenne annuelle
Total commercial									Ensemble des entreprises commerciales
First year	17.0	1.2	2.7	4.3	17.1	.7	1.6	2.4	Première année
Average annual	14.2	1.4	3.0	5.0	14.3	.8	1.6	2.8	Moyenne annuelle
Non-commercial									Entreprises non commerciales
First year	16.4	1.9	3.3	6.2	16.7	.4	.6	1.2	Première année
Average annual	13.9	2.0	5.4	9.9	14.0	.4	1.1	1.9	Moyenne annuelle
All industries									Ensemble des entreprises
First year	16.9	1.3	2.8	4.7	16.9	.5	1.1	1.8	Première année
Average annual	14.1	1.6	3.5	6.0	14.2	.6	1.3	2.3	Moyenne annuelle

NOTE: The data pertain to increases in base rates of pay in the first year of the contract and to the compound average annual increase over the life of the contract. In each case, the base rates refers to the wage rate reported for the lowest paid labour classification involved in the wage settlement.

Nota: Ces données représentent l'augmentation des taux de rémunération de base pour la première année de la convention ou la hausse annuelle moyenne composée sur la durée du contrat. Dans les deux cas, les chiffres retenus sont les taux de rémunération agréés pour la catégorie d'employés touchant le salaire le plus faible.

tively high proportion of new contracts had COLA clauses; direct increases on average were, however, somewhat smaller in this sector than for all industries combined. It is also notable that the 'add-on' effect is generally less in the first year than in subsequent years, particularly in the non-commercial sector where in many cases COLA provisions only come into effect in the second year of the contract.

Another, and perhaps more meaningful, way of looking at the 'add-on' effect of cost-of-living adjustments is to calculate the elasticity with respect to a percentage increase in the CPI, that is, the percentage increase in base rates associated with each one per cent increase in the CPI. This was done by dividing the estimated 'add-on' value of COLA clauses by the assumed increase for the CPI. As can be seen in Table III, the first assumption of an average annual increase of 5 per cent in the CPI

Selon la première hypothèse, celle où l'I.P.C. monte en moyenne de 5% l'an, les clauses d'adaptation donnent lieu pour l'ensemble des entreprises à une augmentation additionnelle de près de 1½% par année sur la période d'application des contrats. Cette augmentation est évidemment encore plus élevée dans l'hypothèse d'une poussée plus rapide de l'I.P.C., soit de 3½% par an si les prix montent de 10%, et de 6% par an s'ils grimpent de 15%.

La partie droite du Tableau II indique l'effet des indemnités additionnelles de vie chère accordées dans le cadre de la totalité des conventions importantes négociées en 1974, qu'elles soient ou non assorties de clauses d'indexation au coût de la vie. Étant donné qu'une assez grande proportion de ces conventions contient de telles dispositions, l'effet reste élevé. Pour l'ensemble des entreprises, on estime que les clauses d'indexation entraîneront, en plus de la hausse annuelle moyenne de 14.2% sur la durée des conventions, une

would imply a 0.32 per cent increase in base rates for 'all industries' for each one per cent increase in the CPI; under the second and third assumptions the increases would be 0.35 per cent and 0.40 per cent respectively.

The substantial differences in the elasticity measure for each sector of industry under the three assumptions reflect the diversity of COLA clauses and the tendency for the particular formula used in each sector to be predominantly of one type. As can be seen in Table III, the elasticity measure for the manufacturing sector remains unchanged under each of the assumptions for the CPI. This largely results from the fact that most of the 1974 contracts did not specify a minimum increase in the CPI before the COLA clause becomes effective and almost three quarters had no maximum on the cost-of-living adjustment. In contrast, over one half of the contracts in other sectors had clauses specifying a minimum increase in the CPI. As a result the average elasticity calculated for these contracts is very low when a relatively small increase in the CPI is assumed but then rises sharply under the higher assumptions for CPI. Average elasticity in the non-commercial sector is notably higher than in the manufacturing sector when rates of increase in the CPI of 10 per cent and 15 per cent are assumed. While a high proportion of the contracts in the non-commercial sector specify a minimum increase in the CPI before becoming operative, apart from this, the terms generally provide for fuller protection when prices are rising rapidly than do the contracts in the manufacturing sector; also there were no contracts signed in the non-commercial sector that placed a maximum on the amount of the adjustment.

majoration additionnelle qui, selon l'hypothèse retenue, pourra aller de 0.6 à 2.3 pour cent. L'incidence se révèle la plus forte dans le secteur des entreprises manufacturières, où une proportion relativement élevée des conventions collectives étudiées comporte des primes d'adaptation à la cherté de la vie; mais les augmentations salariales directes y sont en moyenne quelque peu inférieures à ce qu'elles sont pour l'ensemble des entreprises. On notera également que l'effet additionnel est généralement moindre la première année que les années suivantes, en particulier dans le cas des entreprises non commerciales, pour lesquelles les clauses d'indexation n'entrent souvent en jeu qu'au cours de la deuxième année d'application de la convention.

Une autre façon, peut-être plus fructueuse, d'étudier l'effet des indemnités additionnelles de vie chère consiste à mesurer leur élasticité par rapport à l'augmentation de l'I.P.C., c'est-à-dire à calculer le taux auquel les salaires de base augmentent chaque fois que l'I.P.C. s'accroît de 1%. On a obtenu ce chiffre en divisant le taux estimé des indemnités additionnelles d'ajustement au coût de la vie par le taux supposé de hausse de l'I.P.C. Comme on peut le voir au Tableau III, dans l'hypothèse d'une augmentation annuelle moyenne de 5% de l'I.P.C., les salaires de base pour l'ensemble des entreprises seraient relevés de 0.32% chaque fois que l'I.P.C. augmenterait de 1%; dans la deuxième et dans la troisième hypothèses, ils seraient relevés respectivement de 0.35% et de 0.40%.

Les écarts sensibles observés, dans chacune des trois hypothèses déjà mentionnées, entre l'élasticité des indemnités accordées dans les différentes catégories d'entreprises s'expliquent par la diversité des clauses d'indexation et par la tendance de chaque secteur à adopter une formule type. Comme le

Table III
Tableau III
Measurement of average COLA elasticities
Élasticité moyenne des indemnités de vie chère

	Assumed percentage change in CPI Augmentation hypothétique de l'I.P.C.			
	5% 5%	10% 10%	15% 15%	
Manufacturing	.42	.42	.42	Entreprises manufacturières
Other commercial	.12	.19	.26	Autres entreprises commerciales
Total commercial	.28	.30	.33	Ensemble des entreprises commerciales
Non-commercial	.40	.54	.66	Entreprises non commerciales
All industries	.32	.35	.40	Ensemble des entreprises

Because of the marked differences in COLA elasticity from one contract to another, it is of interest to see if there was any trade-off between the degree of protection against future price increases provided by COLA clauses and the size of the direct increase in the wage settlement. In making this comparison, no account is taken of any improvement in fringe benefits. Also, an average annual increase of 10 per cent in the CPI has been assumed since this is the assumption closest to the actual rate of price increases during the period in which the contracts were negotiated. Table IV groups the major contracts with COLA clauses settled in 1974 by the size of the average annual direct increase in base rates of pay over the life of contracts and by COLA elasticity. As can be seen, relatively large direct wage increases tend to be associated with a low COLA elasticity and vice versa. There was, in addition, an apparent preponderance of contracts with relatively low COLA elasticities; 40 per cent had an elasticity of 0.3 or less. This was particularly evident in the commercial non-manufacturing sector where the average COLA elasticity is estimated at less than 0.2 but direct wage increases were sizeable.

The high concentration of contracts with a relatively low COLA elasticity and a sizeable direct wage increase probably reflects a variety of factors, including the fact that COLA clauses were in most cases a new feature. Of the 147 contracts with COLA clauses settled in 1974, only 28

montre le Tableau III, l'élasticité enregistrée dans le secteur manufacturier ne varie pas quel que soit le taux d'augmentation de l'I.P.C. posé en hypothèse. Ce phénomène tient en grande partie au fait que la plupart des conventions conclues en 1974 ne prévoyaient pas de seuil d'augmentation de l'I.P.C. pour l'application des clauses d'indexation et que près de 75% de ces conventions n'établissaient pas de limite pour les indemnités de vie chère. Par contre, plus de la moitié des conventions conclues dans les autres secteurs stipulaient un tel seuil d'accroissement de l'I.P.C. Aussi les indemnités versées en vertu de celles-ci ont-elles une élasticité moyenne très faible dans l'hypothèse d'une hausse relativement modérée de l'I.P.C., et une élasticité bien plus forte en cas de montée plus rapide de l'I.P.C. L'élasticité moyenne des ajustements au coût de la vie est nettement plus grande dans le secteur non commercial que dans le secteur manufacturier quand l'augmentation hypothétique de l'I.P.C. atteint 10% ou 15%. Une forte proportion des conventions collectives signées dans le secteur non commercial subordonnent l'octroi des majorations à un minimum de hausse de l'I.P.C.; en revanche, elles fournissent en général aux salariés une protection plus grande en cas de hausse rapide des prix que celle garantie par les conventions du secteur manufacturier; aucun des contrats conclus dans le secteur non commercial ne fixait de plafond au montant des majorations accordées en vertu des clauses d'ajustement.

Table IV Comparison of direct increases with COLA elasticities for major wage settlements in 1974
Tableau IV Principaux accords salariaux conclus en 1974: relation entre les augmentations directes et l'élasticité des primes de vie chère

COLA elasticity*	Number of contracts / Nombre des accords — Compound average increase over life of contract: / Hausse moyenne composée sur la durée des accords : 0 – 5% / de 0 à 5%	5 – 10% / de 5 à 10%	10 – 15% / de 10 à 15%	15% or more / 15% ou plus	Total / Total	Élasticité des primes de vie chère*
0 – .3	0	3	34	22	59	0 – .3
.3 – .5	1	14	12	9	36	.3 – .5
.5 – .8	3	6	4	9	22	.5 – .8
.8 –1.0	10	6	8	6	30	.8 –1.0
Total	14	29	58	46	147	Total

*Assumes an average annual increase of 10 per cent in CPI.

*On suppose ici que la hausse annuelle moyenne de l'I.P.C. est de 10%.

had previously had a COLA clause, with the manufacturing sector accounting for 25 of these. An analysis of contracts with COLA clauses in the manufacturing sector indicates that in cases where there had previously been a COLA clause, the average direct wage increase was 8 per cent, or substantially lower than the 13½ per cent increase for contracts where a COLA clause was included for the first time. For the 25 contracts in the manufacturing sector with a previous COLA clause, both the average direct wage increase and the average duration of the contract were little changed from the previous settlement. The duration of contracts also averaged about six months longer than for contracts with a COLA clause for the first time. But the COLA elasticity in these 25 contracts is nearly twice as high as in contracts which had not had a COLA clause previously. In most cases where there had previously been a COLA clause, the terms were improved in the new contract.

A comparison with the United States

During the past two years, major wage settlements have been running considerably higher in Canada than in the United States. While U.S. wage settlements averaged somewhat higher in 1974 than in 1973 they did not undergo the very sharp escalation which occurred in Canada. Consequently the differential in the level of wage settlements between the two countries widened markedly during the course of 1974. However this does appear to have been exaggerated to some extent by the differing impact of COLA clauses in the two countries.

As can be seen in Table V, a much higher proportion of workers in the United States than in Canada with new contracts in 1974 had a COLA clause in their contract. Moreover the average COLA elasticity in U.S. contracts appears to be significantly higher. In a recent study of escalator clauses in major contracts in the United States it is estimated that the COLA elasticity during 1970–1973 when the CPI rose on average by 5.2 per cent per annum was 0.6.* The elasticity measure probably rose last year as improvements in escalator formulæ were negotiated in many contracts.† Since the average elasticity in major Canadian contracts

*See: Nicholas N. Perna, "*The Contractual Cost-of-Living Escalator*", Monthly Review, Federal Reserve Bank of New York, July 1974.

†See: J.M. Salter and L.M. Solnick, "*Effect of Escalators on Wages in Major Contracts Expiring in 1974*", U.S. Department of Labour, Monthly Labour Review, July 1974.

Étant donné que l'élasticité des indemnités par rapport au coût de la vie varie grandement d'une convention à une autre, il n'est pas sans intérêt de se demander si les unités de négociation n'ont pas dans une certaine mesure eu à choisir entre le degré de protection qu'assurent les clauses d'indexation au coût de la vie et l'ampleur des majorations directes. Cette comparaison néglige toute amélioration éventuelle en matière d'avantages sociaux. Par ailleurs, la hausse moyenne annuelle de l'I.P.C. a été estimée à 10%, chiffre le plus proche du taux d'augmentation des prix à l'époque de la négociation des conventions. Le Tableau IV répartit les principales conventions comportant une clause d'indexation conclues en 1974 selon la taille des relèvements annuels moyens directs des taux de rémunération de base sur la durée des conventions et selon l'élasticité des indemnités par rapport au coût de la vie. Comme nous pouvons le constater, les augmentations directes relativement fortes tendent à aller de pair avec un faible taux d'élasticité, et inversement. En outre, les conventions ont surtout été, semble-t-il, du type à indemnités relativement peu élastiques, puisque dans 40% des cas l'élasticité était inférieure ou égale à 0.3. Il en est allé ainsi en particulier dans le secteur des entreprises commerciales non manufacturières où les allocations de vie chère auraient eu une élasticité moyenne inférieure à 0.2, mais où les majorations directes des salaires ont été considérables.

La très forte proportion des conventions accordant à la fois une indemnité de vie chère relativement peu élastique et une appréciable augmentation salariale directe dépend sans doute de divers facteurs, notamment du fait que dans la plupart des cas les stipulations d'ajustement au coût de la vie constituaient une nouveauté. Sur les 147 conventions pourvues de dispositions d'indexation, 28 seulement succédaient à des contrats comportant une telle clause; de ce nombre 25 avaient été signées dans le secteur manufacturier. Une analyse des conventions à clauses de protection du pouvoir d'achat conclues dans le secteur manufacturier révèle que celles qui en remplaçaient de semblables prévoyaient une augmentation moyenne directe de 8%, donc sensiblement inférieure à celle de 13½%, spécifiée dans les conventions où de telles dispositions apparaissaient pour la première fois. On constate que les 25 conventions du secteur manufacturier qui n'innovaient pas en la matière prévoient une augmentation moyenne du salaire direct et une durée moyenne différant peu de celles des conventions précédentes. Cette durée est en moyenne supérieure d'environ six mois à celle des conventions où les dispositions d'indexation paraissent pour la première fois. Par contre, l'élas-

Table V Major wage settlements: Canada – United States*
Tableau V Principaux accords salariaux conclus au Canada et aux États-Unis*

	Compound average annual increase over life of contracts Hausse annuelle moyenne composée sur la durée des accords		Percentage of workers covered by COLA clauses Pourcentage des travailleurs liés par des accords prévoyant une prime de vie chère	
	Canada Canada	United States États-Unis	Canada Canada	United States États-Unis
1973	9.8	5.1	17	38
1974	14.2	7.3	39	60
1974 I	11.5	5.3	16	55
II	13.0	7.4	23	55
III	14.9	7.3	59	71
IV	17.5	7.1	56	73

*Major wage settlements excluding construction for units of 1000 or more employees in the United States and 500 or more in Canada.

Source : *U.S. Department of Labour, Bureau of Labour Statistics*
Canada: Department of Labour.

*Principaux accords salariaux conclus dans tous les secteurs, sauf la construction, par des unités de négotiation représentant au moins 1000 employés aux États-Unis et au moins 500 employés au Canada.

Source : *États-Unis – Department of Labour, Bureau of Labour Statistics*
Canada – ministère du Travail

settled in 1974 was probably about one half that in major U.S. contracts and the proportion of workers covered was significantly less, it is clear that if allowance were made for the impact of COLA clauses, there would be some narrowing of the difference apparent in wage settlements in recent quarters. Nonetheless, the differential would still remain substantial.

ticité de l'indemnité mentionnée dans ces 25 conventions atteint près du double de celle des conventions où la clause apparaît pour la première fois. Dans la plupart des cas, les clauses d'ajustement au coût de la vie dont sont assortis les nouveaux contrats sont plus favorables que celles qu'elles remplacent.

Parallèle avec les États-Unis

Ces deux dernières années, les augmentations accordées dans le cadre des principales conventions collectives ont été considérablement plus fortes au Canada qu'aux États-Unis. Si les relèvements de salaires ont été en moyenne un peu plus élevés aux États-Unis en 1974 qu'en 1973, ils n'ont pas pour autant monté en flèche comme au Canada. Aussi l'écart entre l'ampleur des gains réalisés à la suite de ces accords dans les deux pays s'est-il nettement creusé au cours de 1974. Toutefois, cette divergence pourrait bien avoir été moins forte qu'on ne l'imagine, étant donné que les dispositions de protection du pouvoir d'achat n'ont pas les mêmes effets dans les deux pays.

Comme on peut le voir au Tableau V, le pourcentage de travailleurs bénéficiant en 1974 de dispositions de protection du pouvoir d'achat dans leurs nouveaux contrats a été comparativement beaucoup plus élevé aux États-Unis qu'au Canada. De plus, l'élasticité moyenne de l'indemnité prévue dans les conventions conclues aux États-Unis semble être sensiblement supérieure.

D'après une étude récente des clauses d'ajustement au coût de la vie insérées dans les principales conventions collectives américaines, il semblerait que l'élasticité de cet ajustement aurait été de 0.6 de 1970 à 1973, période pendant laquelle l'I.P.C. a grimpé à un rythme annuel moyen de 5.2%*. Cette élasticité a probablement augmenté l'année dernière, les négociations salariales ayant entraîné dans de nombreux cas une amélioration des clauses d'indexation.† Comme l'élasticité moyenne pour les principales conventions conclues au Canada en 1974 n'a probablement été qu'environ la moitié de celle qui se dégage des grandes conventions collectives américaines et que le pourcentage de travailleurs intéressés est ici sensiblement inférieur, il ne fait pas de doute que si on tenait compte de l'incidence des clauses de protection, on constaterait une certaine réduction de l'écart apparu ces derniers trimestres sur le plan des augmentations de salaire. Toutefois, cet écart n'en demeurerait pas moins important.

*Voir: Nicolas N. Perna, *The Contractual Cost-of-Living Escalator*, Monthly Review, Federal Reserve Bank of New-York, Juillet 1974.

†Voir: J. M. Salter et L. M. Solnick, *Effect of Escalators on Wages in Major Contracts Expiring in 1974*. U.S. Department of Labor, Monthly Labor Review, Juillet 1974.

Cash reserve management

The Bank of Canada's ability to exercise a broad controlling influence over the growth of money and credit in Canada stems primarily from the key role that its principal liabilities play in the financial system. Bank of Canada notes are legal tender, the ultimate means of settlement in Canada; Bank of Canada deposit liabilities also serve as legal cash reserves for the banking system, and these deposits provide the means for interbank settlements.

While the central bank's liabilities are the ultimate form of money, deposit liabilities of private financial institutions, particularly the chartered banks, are in practice the principal form of money used for making payments in Canada. In order to ensure the convertibility of their deposit liabilities into legal tender, these institutions have to maintain adequate cash reserves. Their ability to incur additional deposit liabilities in order to expand their loans and investments can, therefore, be influenced by the ease or difficulty that they experience in acquiring and maintaining adequate cash reserves. Under Canadian institutional arrangements the chartered banks hold their cash reserves in the form of Bank of Canada liabilities; it is through the central bank's ability to control the amount of its liabilities available to be held by the chartered banks that it is able to influence the growth of money and credit. Credit conditions in financial markets are, of course, influenced by many other forces besides the actions of the Bank of Canada, but the central bank can, through its operations at the centre of the financial system, bring a strong independent influence to bear on the cost and availability of credit generally throughout the economy.

This influence is transmitted by the responses of the banks to changes in the total amount of cash reserves provided by the Bank of Canada in relation to the amount the chartered banks as a group want to hold. The chartered banks earn no interest on their cash reserves and as a result have a strong incentive to employ any excess cash in ways that contribute to their earnings. A relatively generous supply of cash reserves in relation to the total of the amounts that the banks individually wish to hold will tend to reduce pressures in the central money markets and, over time,

La gestion des réserves-encaisse

Le pouvoir qu'a la Banque du Canada d'exercer une influence largement déterminante sur la croissance de la monnaie et du crédit au Canada tient essentiellement au fait que les principaux éléments de son passif jouent un rôle de premier plan au sein du système financier. Les billets de la Banque du Canada ont cours légal et constituent donc le moyen de règlement de dernier ressort; en outre, le passif-dépôts de la Banque du Canada tient lieu de réserve-encaisse légale du système bancaire et sert de moyen de règlement interbancaire.

Si les éléments du passif de la banque centrale constituent la monnaie de dernier ressort, ce sont en pratique les dépôts dans les institutions financières privées, en particulier dans les banques à charte, qui constituent la forme de monnaie la plus utilisée au Canada. Afin d'être toujours en mesure de rembourser en monnaie libératoire les dépôts qu'elles gèrent, ces institutions doivent disposer d'un montant approprié de réserves-encaisse. La mesure dans laquelle elles peuvent attirer davantage de dépôts dans le but d'accroître leurs prêts et leurs placements dépend donc dans une certaine mesure de la facilité avec laquelle elles obtiennent et maintiennent des réserves-encaisse adéquates. En vertu des dispositions légales en vigueur au Canada, les réserves-encaisse des banques à charte sont tenues sous forme de créances sur la Banque du Canada, et c'est justement le pouvoir qu'a la banque centrale de fixer le montant des réserves-encaisse dont doivent disposer les banques qui lui permet d'influencer la croissance de la monnaie et du crédit. Il va de soi que, en plus des mesures prises par la Banque du Canada, bien d'autres facteurs ont une incidence sur la conjoncture du crédit; toutefois, l'institut d'émission exerce, par les opérations qu'il effectue au centre du système financier, une forte influence autonome sur le coût et sur la disponibilité du crédit dans l'ensemble de l'économie.

L'effet des opérations de la Banque du Canada se propage à travers les réactions des banques aux variations du montant total de réserves-encaisse mis à leur disposition par l'institut d'émission par rapport au montant que l'ensemble des banques à charte désire détenir. Les réserves-encaisse n'étant pas productives d'intérêt, les banques à charte sont naturellement portées à placer tout excédent sur le minimum requis. Une offre de réserves-encaisse

to stimulate the growth of money and credit. Conversely, if the amount of cash reserves supplied is less than that which the banking system as a whole wishes to carry, some banks, finding themselves short of reserves, will attempt to bolster their cash positions either by disposing of short-term assets or by competing more aggressively for deposits; these responses will tend to put upward pressure on interest rates and, over time, to restrain the growth of money and credit.

The speed and predictability of the banking system's responses to changes in cash reserves is increased by the legal requirement that the chartered banks hold a stipulated percentage of their Canadian dollar deposit liabilities in the form of deposits with, or notes of, the Bank of Canada. Under the Bank Act each chartered bank is required to maintain minimum average cash reserves on a half-monthly basis equal to 12 per cent of its demand deposits and 4 per cent of its notice deposits.* The Act prescribes that, for purposes of calculating the required legal reserves, the deposit liabilities and note holdings for each month should be determined on the basis of the average amounts on the four consecutive Wednesdays ending with the second last Wednesday of the previous month. Deposits with the Bank of Canada, on the other hand, are calculated by averaging the daily figures for each half-monthly period. Thus under the formula used, two of the components are fixed at the beginning of each month while the third, deposits at the Bank of Canada, varies from day to day but on average must not fall below the indicated minimum level during each half-monthly period.

Changes from day to day in the chartered banks' actual deposits at the Bank of Canada result from the net effect of changes in the Bank's other liabilities and in its assets. In the presentation of the Bank of Canada's balance sheet in the accompanying Table, those accounts that are directly subject to the control of the Bank are distinguished from those accounts that are not.

By far the largest account in the latter category comprises the note liabilities of the Bank. The amount of notes in circulation depends on the preferences of the public, which is free to convert bank deposits into currency and vice versa. The demand for currency can be expected to increase over time with rising levels of national income and expenditure.

*Data on the cash reserve position of the banking system as at Wednesday of each week and the cumulative excess reserves for the averaging period to date are published in the Weekly Financial Statistics. Data on cash and secondary reserves for each averaging period during the past two years are given in Table 9 of this Review.

relativement abondante par rapport au montant total que chacune des banques désire maintenir a pour effet d'atténuer les pressions sur les marchés monétaires et de stimuler à la longue la croissance de la monnaie et du crédit. En revanche, si l'offre d'encaisse ne répond pas aux souhaits du système bancaire, certaines banques, se trouvant à court de réserves, tenteront de les accroître, soit en réalisant des avoirs à court terme, soit en rivalisant d'efforts pour attirer des dépôts; ces réactions tendront à exercer une pression à la hausse sur les taux d'intérêt et, à la longue, à contenir la croissance de la monnaie et du crédit.

La réponse du système bancaire aux variations des réserves-encaisse est plus rapide et plus facilement prévisible du fait que les banques à charte ont l'obligation légale de maintenir un certain pourcentage de leur passif-dépôts en dollars canadiens sous forme de billets de la Banque du Canada ou de dépôts à la Banque du Canada. En vertu de la Loi sur les banques, chaque banque à charte est tenue de maintenir une réserve-encaisse qui ne peut être inférieure, en moyenne, durant toute quinzaine, à 12% de ses dépôts à vue, plus 4% de ses dépôts à préavis*. La Loi prescrit que, pour le calcul de la réserve légale, les engagements sous forme de dépôts et les avoirs en numéraire doivent être déterminés chaque mois à partir de la moyenne des mercredis de chacune des quatre semaines consécutives se terminant l'avant-dernier mercredi du mois précédent. Par contre, on obtient le montant des dépôts à la Banque du Canada en calculant la moyenne des données journalières de chaque quinzaine. Ainsi, deux des éléments du calcul sont déterminés au début de chaque mois, tandis que le troisième, le poste dépôts à la Banque du Canada, varie d'un jour à l'autre, mais ne peut être inférieur en moyenne au niveau minimum prescrit pour chaque demi-mois.

Les variations journalières des comptes créditeurs des banques à charte à la Banque du Canada résultent des effets nets des variations des autres postes du passif et des éléments de l'actif de la Banque. Dans l'état de l'actif et du passif de la Banque du Canada que nous présentons au tableau ci-après, nous avons séparé les postes dont les variations sont directement déterminées par la Banque des autres éléments du bilan.

Le poste de loin le plus important de cette dernière catégorie est constitué par les billets en circulation. Le niveau de la circulation fiduciaire dépend des préférences du public, qui peut en toute liberté convertir des dépôts en

*Le chiffre, arrêté au mercredi, des réserves-encaisse du système bancaire ainsi que le montant des excédents journaliers de ces réserves cumulé du début de la quinzaine au même mercredi sont publiés dans le Bulletin hebdomadaire de statistiques financières. On trouvera au Tableau 9 de la Revue, pour chaque quinzaine de réserves des deux dernières années, les données relatives aux réserves-encaisse et aux réserves secondaires.

Table
Tableau

Bank of Canada: Assets and liabilities
Banque du Canada: Avoirs et engagements

Millions of dollars **En millions de dollars**

	As at 31 March 1975 **Au 31 mars 1975**	Change from previous month **Variation par rapport au mois précédent**	
Total assets	9,158	134	Total de l'actif
Accounts that are subject to direct control by the Bank of Canada			Postes dont les variations sont directement déterminées par la Banque du Canada
Government of Canada securities owned outright	7,149	163	Titres du gouvernement canadien (pensions exclues)
Bankers' acceptances owned outright	–	–	Acceptations bancaires (pensions exclues)
Foreign currency assets	548	171	Avoirs en devises
Other accounts			Autres postes
Government of Canada securities and bankers' acceptances held under purchase and resale agreements	–	–	Titres du gouvernement canadien et acceptations bancaires pris en pension
Advances to chartered banks	–	–5	Avances aux banques à charte
Investment in Industrial Development Bank	1,010	8	Titres de la Banque d'expansion industrielle
Other assets	207	26	Autres éléments de l'actif
Items in the course of settlement	244	–229	Effets en cours de compensation
Total liabilities	9,158	134	Total du passif
Accounts that are subject to direct control by the Bank of Canada			Postes dont les variations sont directement déterminées par la Banque du Canada
Chartered bank deposits	2,673	74	Dépôts des banques à charte
Government of Canada deposits	11	–4	Dépôts du gouvernement canadien
Other accounts			Autres postes
Notes in circulation	5,959	166	Billets en circulation
Other Canadian dollar deposits	79	–2	Autres dépôts en dollars canadiens
Foreign currency deposits	2	–3	Dépôts en monnaies étrangères
Other liabilities	172	47	Autres éléments du passif
Items in the course of settlement	262	–144	Effets en cours de compensation

Over relatively short periods it fluctuates with the day of the week, the time of the month and the season of the year. However, because these changes in the amount of currency in circulation tend to follow a systematic pattern and can be predicted with reasonable accuracy, the Bank of Canada is able to take account of them and offset their potential effect on cash reserves through other transactions to the extent that this seems desirable.

The Bank is also able to take account of any effect on cash reserves resulting from its investment in the Industrial Development Bank and from transfers of funds to and from the accounts maintained at the Bank of Canada by foreign central banks, international organizations and crown corporations.

There are two other kinds of transactions – advances to chartered banks and purchase and resale agreements with money market dealers –

espèces et inversement. On peut s'attendre à ce que la demande de monnaie s'accroisse à mesure qu'augmentent le revenu national et la dépense nationale. Sur des périodes relativement courtes, cette demande fluctue selon le jour, la partie du mois et la saison. Toutefois, comme les variations du montant de la monnaie en circulation tendent à suivre un profil systématique et peuvent être prévues avec une certaine précision, la Banque du Canada peut en tenir compte et compenser par d'autres opérations, dans la mesure où elle l'estime souhaitable, les effets que ces variations peuvent avoir sur les réserves-encaisse.

La Banque peut également tenir compte de l'effet que peuvent avoir sur les réserves-encaisse l'acquisition par elle de titres de la Banque d'expansion industrielle et la variation dans un sens ou dans l'autre des comptes ouverts dans ses livres au nom de banques centrales étrangères, d'organismes internationaux et de sociétés de la Couronne.

that are not initiated by the Bank and have to be taken into account in the Bank's cash management. These transactions, which unlike those mentioned above are closely related to the response of the banking system to the Bank of Canada's management of cash reserves, are discussed later in this article.

The various techniques used by the Bank of Canada to offset the effect on cash reserves of factors that it does not directly control or to bring about changes in the level of reserves are described in the following section. The principal techniques involve changes in the Bank's holdings of Government of Canada securities, transfers of Government of Canada deposit balances between the Government's account at the Bank and the accounts the Government maintains at the chartered banks and changes in the Bank's holdings of foreign currency assets.

The mechanics of cash management

All of the transactions undertaken by the Bank of Canada, apart from direct transactions with the Government of Canada, foreign central banks or other official bodies that have accounts with the Bank, involve either payments by the Bank of Canada through a cheque or settlement drawn on itself or payments to the Bank through a cheque or settlement drawn on a chartered bank. Such transactions, after settlement, will either increase or decrease the deposit account of one of the chartered banks at the Bank of Canada; in other words the cash reserves of the banking system are altered. Direct transactions with the Government of Canada result in changes in its deposit balances at the Bank of Canada rather than in the deposits of chartered banks. However the Government also maintains deposit accounts at the chartered banks and the Bank of Canada is authorized by the Minister of Finance to request transfers of funds between the central bank and the chartered banks. If Government balances are transferred to the chartered banks by a redeposit of funds held at the Bank of Canada, the chartered banks will, after settlement, experience a corresponding increase in their accounts at the central bank; a drawdown of Government funds will work the opposite way. (All of the banks will be affected proportionately, with each bank's share of a drawdown or redeposit being determined on the basis of a formula agreed upon by the banks.) Such transfers are thus an additional means available to the central bank of altering the cash reserves of the banking system.

The actual choice of the method to be used to alter the level of cash

Il existe deux autres types d'opérations dans lesquelles l'initiative n'appartient pas à la Banque et dont il faut tenir compte dans la gestion des réserves-encaisse : les avances aux banques à charte et les prises en pension effectuées avec les négociants du marché monétaire. Ces opérations, qui à la différence de celles mentionnées précédemment dépendent assez étroitement de la réponse du système bancaire aux mesures de gestion des réserves-encaisse, seront examinées plus loin.

Les diverses techniques utilisées par la Banque du Canada pour compenser les effets sur les réserves-encaisse des facteurs qu'elle n'influence pas directement ou pour entraîner une modification du niveau des réserves sont décrites dans la section suivante. Elles comprennent principalement les modifications du portefeuille de la Banque en fonds d'État, les virements entre le compte du gouvernement à la Banque du Canada et les comptes de ce dernier dans les banques à charte, de même que les variations des avoirs de la Banque en devises étrangères.

Les mécanismes de gestion des réserves-encaisse

Toutes les opérations de la Banque du Canada, sauf celles qu'elle effectue directement avec le gouvernement canadien, avec les banques centrales étrangères ou avec les autres organismes publics qui ont un compte auprès d'elle, comportent soit un paiement par la Banque, sous la forme d'un chèque ou d'un ordre de paiement spécial tiré sur elle-même, soit un paiement à la Banque, au moyen d'un chèque ou d'un ordre de paiement spécial sur une banque à charte. La compensation de ces effets aura pour résultat de gonfler ou de réduire le compte créditeur d'une des banques à charte à la Banque du Canada, en d'autres termes, de modifier le niveau des réserves-encaisse du système bancaire. Les opérations directes entre la Banque et le gouvernement canadien, elles, ont pour effet de faire varier les dépôts du gouvernement à la Banque du Canada, plutôt que les dépôts des banques à charte. Toutefois, le gouvernement possède aussi des comptes de dépôts dans les banques à charte et la Banque du Canada est autorisée par le ministre des Finances à demander le virement de fonds des comptes du gouvernement auprès de la banque centrale aux comptes de ce dernier auprès des banques à charte et inversement. Lorsque des fonds appartenant au gouvernement sont transférés de la Banque du Canada aux banques à charte, ces dernières enregistrent, après compensation, un accroissement correspondant de leurs dépôts à la banque centrale; un prélèvement de fonds du gouvernement aura l'effet inverse. Toutes les banques subissent l'effet des opérations de ce genre selon une formule proportionnelle agréée par les banques. Ces virements cons-

reserves depends on various factors. Over the longer term the growth of the cash reserve base of the chartered banks and of the note circulation outside the banks have their principal counterpart in an expansion of the Bank of Canada's holdings of Government of Canada securities. The Bank of Canada can increase or decrease its holdings of Government securities through open market operations, it can add to holdings through purchases at the weekly treasury bill auction or at the time of a new bond issue, or it can reduce its holdings when issues it holds mature.

In the short-run, however, the use by the Bank of Canada of market transactions in Government of Canada securities (often referred to as open market operations) to alter cash reserves may involve a direct effect on security prices and yields in financial markets that the Bank may not regard as desirable. For this reason it is not the practice of the Bank to use this technique as the primary means of effecting short-run adjustments. It is principally through the transfer of Government funds between the central bank and chartered banks that day-to-day adjustments in cash reserves are made.

Virtually all of the Government's Canadian dollar receipts and expenditures flow through the account it maintains at the Bank of Canada. As there is a pronounced intra-month pattern to such flows as well as a strong seasonal pattern, the resulting swings in Government cash balances would, unless they were offset, lead to sharp fluctuations in the level of cash reserves. In order to prevent the uneven flow of Government receipts and expenditures from having an undesired effect on cash reserves, Government balances may be either drawn down from the chartered banks or redeposited with them each day. Since such transfers are also used as the means for offsetting the potential effect on cash reserves of other factors and for achieving the desired level of cash reserves the following day, the amount of the daily transfer will reflect a combination of all of these factors. Thus the size of the daily drawdown or redeposit taken by itself is not an indicator of the current stance of monetary policy.

In recent years, the Bank of Canada has frequently used swap transactions with the Exchange Fund Account to assist in the management of cash reserves. These transactions, which are initiated by the central bank with the concurrence of the Minister of Finance, involve the temporary acquisition by the Bank of foreign exchange assets from the Exchange Fund Account under agreement for their resale to the Account. The foreign exchange assets acquired, U.S. Treasury bills and short-term

tituent donc pour la banque centrale un autre moyen de modifier les réserves-encaisse du système bancaire.

Le choix de la méthode à suivre pour modifier le niveau des réserves-encaisse dépend de divers facteurs. À long terme, la croissance des réserves-encaisse des banques et de la monnaie hors banques aura principalement pour contrepartie une augmentation des avoirs de la Banque du Canada en titres du gouvernement canadien. La Banque du Canada peut accroître ou réduire son portefeuille de titres d'État par des opérations d'open-market; elle peut également le gonfler en achetant des titres aux adjudications hebdomadaires de bons du Trésor ou lors des émissions d'obligations, ou bien le réduire en ne remplaçant pas des titres arrivés à échéance.

À court terme toutefois, le recours par la Banque du Canada, afin de modifier les réserves-encaisse, à des opérations d'open-market, autrement dit à des achats ou à des ventes de fonds d'État, risque d'avoir sur le cours et sur le rendement des titres une incidence directe que la Banque peut ne pas considérer comme souhaitable. Pour ce motif, la Banque ne tient pas à utiliser cette technique comme principal moyen d'effectuer des ajustements à court terme des réserves-encaisse. Les ajustements au jour le jour se font surtout au moyen de virements de fonds du gouvernement entre la banque centrale et les banques à charte.

La quasi-totalité des recettes et des dépenses du gouvernement en dollars canadiens passe par son compte auprès de la Banque du Canada. Le profil mensuel et saisonnier de ces mouvements de fonds comportant des variations prononcées, les modifications des dépôts du gouvernement qui en résultent engendreraient de fortes fluctuations du niveau des réserves-encaisse si aucune mesure de correction n'était prise. Afin d'empêcher le flux inégal des recettes et des dépenses du gouvernement d'avoir une incidence fâcheuse sur les réserves-encaisse, la banque centrale peut tous les jours modifier par des tirages ou par des dépôts les comptes du gouvernement dans les banques à charte. Comme ces transferts servent aussi à compenser les effets possibles d'autres facteurs sur le niveau des réserves-encaisse et à porter ces dernières au niveau désiré pour le jour suivant, le montant des transferts journaliers s'explique par le jeu de tous ces éléments. Par conséquent, le volume des tirages ou des dépôts dont les comptes du gouvernement sont tous les jours l'objet ne constitue pas en lui-même un indicateur de l'orientation de la politique monétaire à un moment donné.

Au cours des dernières années, la Banque du Canada a souvent recouru à des opérations de swap avec le Fonds des changes à l'appui de sa politique de gestion des réserves-encaisse. Dans le cadre de ces opérations effectuées

U.S. Treasury securities, are paid for in Canadian funds at the prevailing exchange rate with a commitment to reverse the transaction at a stipulated exchange rate at a future date.* The Canadian dollar balances held by the Government at the central bank are correspondingly increased and the effect on cash reserves is transmitted through the subsequent reallocation of Government funds between the central bank and the chartered banks.

The use of such swap arrangements greatly facilitates cash management. It provides the Bank with increased flexibility in the timing of its transactions in Government securities and, in the short run, with a technique for offsetting a temporary rundown of Government cash balances at the Bank of Canada that otherwise would limit the ability to transfer Government funds to chartered banks for day-to-day cash management purposes. Swap transactions are reversed as the opportunity arises, for example, when the Bank acquires securities through open market operations or at the time of a new bond issue or at the weekly treasury bill auction.

Virtually all of the movement in the net foreign asset position of the Bank in recent years has reflected swap transactions. In 1973, for instance, the Bank needed to add substantially to its assets in order to provide for increases in the note circulation and in the cash reserves of the chartered banks. Its holdings of Government securities were increased by $571 million during the year. Because even larger purchases of Government securities were felt to be inappropriate in the circumstances, temporary swap transactions were used to provide an additional increase in assets of $370 million. In 1974, on the other hand, large net additions to its securities portfolio made it possible for the Bank to unwind outstanding swap transactions and reduce foreign currency assets by $214 million.

The periodic transfer of profits from the Bank of Canada to the Government provides another means of affecting cash reserves. In the past such transfers tended to be made in December when the funds, after being credited to the Government's account, would be transferred to the chartered banks, offsetting the effect on cash reserves of the seasonal increase in the note circulation. In recent years profit transfers have been made more frequently during the year.

*Since these transactions involve direct purchases and sales between the Bank of Canada and the Exchange Fund Account, they have no impact on the foreign exchange market nor on the level of official reserves, which includes the foreign currency asset holdings of the Bank and the foreign assets of certain other Government accounts as well as the assets held by the Exchange Fund Account.

à l'initiative de la Banque et avec l'assentiment du ministre des Finances, la Banque achète à titre temporaire du Fonds des changes des avoirs en devises qu'elle s'engage à lui revendre par la suite. Les avoirs en devises ainsi acquis – bons et titres à court terme du Trésor américain – sont payés en dollars canadiens au taux de change courant et la Banque s'engage à les revendre au Fonds à un taux donné*. Les dépôts en dollars canadiens du gouvernement à la banque centrale s'en trouvent accrus proportionnellement et l'incidence de l'opération sur les réserves-encaisse se transmet par le biais de la répartition des fonds entre la banque centrale et les banques à charte.

Ces opérations de swap facilitent beaucoup la gestion des réserves-encaisse. Elles donnent à la Banque du Canada une plus grande flexibilité quant à l'étalement de ses opérations sur des titres du gouvernement et permettent de compenser, à court terme, toute diminution temporaire des dépôts du gouvernement dans ses livres, qui serait de nature à restreindre sa capacité de virer des fonds du gouvernement aux banques à charte, dans le cadre de la gestion quotidienne des réserves-encaisse. Les opérations de swap sont dénouées lorsque l'occasion se présente, par exemple, quand la Banque acquiert des titres par ses opérations d'open-market ou lors d'émissions d'obligations ou d'adjudications hebdomadaires de bons du Trésor.

Presque toutes les variations de la position nette en devises de la Banque observées ces dernières années résultent d'opérations de swap. Ainsi, en 1973, la Banque s'est vue obligée d'accroître considérablement ses avoirs afin de pourvoir à l'augmentation de la circulation fiduciaire et des réserves-encaisse des banques. Son portefeuille de titres du gouvernement grossit de 571 millions de dollars pendant l'année. Considérant qu'il était inopportun, vu les circonstances, de procéder à des achats additionnels de fonds d'État, la Banque recourut à des opérations temporaires de swap pour accroître son actif de 370 millions de dollars. En 1974, en revanche, son portefeuille-titres s'étant considérablement gonflé, elle put dénouer les opérations de swap et réduire ses avoirs en devises de 214 millions de dollars.

Le versement périodique des bénéfices de la Banque du Canada au gouvernement constitue un autre moyen d'agir sur les réserves-encaisse. Dans le passé, ces virements avaient souvent lieu en décembre; les fonds étaient d'abord inscrits au crédit du compte du gouvernement, puis transférés aux banques à charte pour compenser l'incidence sur les réserves-encaisse de l'accroissement saisonnier de la circulation fiduciaire. Ces dernières années, le virement des bénéfices a été échelonné sur l'année.

*Comme ces opérations consistent en achats et en ventes de devises effectués directement entre la Banque du Canada et le Fonds des changes, elles n'influent aucunement sur le marché des changes ni sur le niveau des réserves officielles, qui comprennent les avoirs en devises de la Banque, les avoirs en devises de certains comptes du gouvernement, ainsi que les avoirs du Fonds des changes.

The day-to-day management of cash reserves

The Bank of Canada has to decide on a day-to-day basis the scale of operations it needs to undertake in order to effect desired changes in the level of excess cash reserves. Apart from daily changes in the note circulation, which have to be estimated, most of the financial transactions that the Bank enters into are cleared and settled the day following payment and their effect on cash reserves is known at least one day in advance. The one major exception is advances to chartered banks which have an immediate cash effect. Thus when, at the end of each day, decisions on the cash setting for the following day are made, the Bank is able to estimate quite closely the amount of drawdown or redeposit that is necessary to achieve the level of cash reserve that it thinks desirable for the following day.*

There is no precise linkage between the level of excess cash reserves supplied by the Bank of Canada and the growth of the banking system or of particular credit or monetary aggregates because the immediate response of the banks to a particular over-all level of excess reserves may vary substantially. As a result one cannot interpret the stance of monetary policy simply by focussing on the cash reserve statistics.

Many factors can influence the responses of the banks to a particular level of excess cash reserves. Their expectations regarding developments in financial markets, including their perceptions of the intent of Bank of Canada policy, can be particularly important. Thus if some decline in interest rates is widely anticipated, chartered banks may be inclined to invest heavily in short-term assets even if excess cash reserves are held at a relatively low level. On the other hand, if it is expected that interest rates will rise in the near future the response to approximately the same cash setting may be a good deal more cautious.

Another factor that affects the response of the banks is the distribution among banks of the cash reserves of the banking system. All of the banks experience daily fluctuations in their cash reserves as a result of inter-bank clearings of their own and their customers' transactions. There are differences between the banks at any one time and in individual banks over time in their approaches to the management of their cash positions, reflecting differences in their expectations about financial markets, in the pattern of their cash flows and in their approaches to liquidity management.

*The daily adjustments in the amount of excess cash reserves are relatively small in comparison with the size of the banking system. For example, in March 1975, the daily average of excess cash reserves in the first averaging period was $31 million and in the second $42 million compared with deposit liabilities for the banking system as a whole of $58.3 billion and the indicated minimum reserve requirement for deposits with the Bank of Canada of $2.6 billion.

La gestion quotidienne des réserves-encaisse

La Banque du Canada doit déterminer au jour le jour l'ampleur des opérations qu'il lui faut effectuer pour modifier comme elle le désire le montant des réserves-encaisse excédentaires. Alors que les variations quotidiennes du montant des billets en circulation doivent être obtenues par voie d'estimation, la plupart des opérations financières de la Banque passent l'étape de la compensation et du règlement le lendemain du jour de paiement, de sorte que leur incidence sur les réserves-encaisse est connue au moins un jour à l'avance. Seules font exception, en pratique, les avances aux banques à charte qui, elles, ont un effet immédiat sur les réserves-encaisse. Aussi la Banque est-elle à même, quand elle prend à la fin de chaque journée les décisions relatives au niveau des encaisses pour le jour suivant, d'évaluer de façon assez précise le montant des retraits ou des dépôts qui sera nécessaire pour amener les réserves-encaisse au palier qu'elle juge souhaitable pour le lendemain*.

Il n'y a pas de relation automatique entre le niveau des réserves-encaisse mises à la disposition des banques par la Banque du Canada et la croissance du système bancaire ou d'agrégats quelconques de la monnaie ou du crédit, car la réaction immédiate des banques devant un excédent donné des réserves-encaisse peut varier considérablement. Par conséquent, on ne peut juger de l'orientation de la politique monétaire en se fondant uniquement sur les statistiques des réserves-encaisse.

Nombre de facteurs peuvent influer sur la façon dont les banques réagissent à un niveau donné de réserves-encaisse. Leurs pronostics sur l'évolution des marchés financiers et notamment l'idée qu'elles se font des objectifs visés par la politique de la Banque du Canada, peuvent jouer un rôle primordial. Ainsi, si on s'attend à une baisse des taux d'intérêt à court terme, les banques à charte peuvent être portées à accroître de façon notable leurs portefeuilles d'avoirs à court terme, même si l'excédent de réserves-encaisse est maintenu à un niveau assez bas. Par contre, si le loyer de l'argent semble orienté vers une hausse prochaine, la réaction des banques à un niveau comparable des réserves-encaisse sera peut-être empreinte de bien plus de prudence.

Un autre élément qui influe sur le comportement des banques est la répartition entre elles de l'ensemble des réserves-encaisse du système. Toutes les banques voient leurs réserves-encaisse fluctuer quotidiennement par suite de la compensation de leurs transactions et de celles de leurs clients. Il existe des

*Les corrections apportées quotidiennement aux excédents des réserves-encaisse sont relativement minimes, compte tenu des dimensions du système bancaire. En mars 1975, par exemple, la moyenne journalière des excédents de réserves-encaisse a été de 31 millions de dollars pour la première quinzaine et de 42 millions pour la seconde, tandis que le passif-dépôts de l'ensemble des banques à charte s'élevait à 58.3 milliards de dollars et que le montant des réserves-encaisse à détenir sous forme de dépôts à la Banque du Canada s'établissait à 2.6 milliards.

Thus one bank may react much more quickly than another to an increase or decrease in its cash reserves. If an uneven distribution of reserves persists because, say, a particular bank suddenly wishes to hold more reserves for one reason or another, possibly because it expects a large cash drain within the next few days, a given cash setting will be associated with tighter conditions in money markets than would otherwise be the case.

The Bank of Canada begins each half-month averaging period by working towards a level of cumulative excess reserves at the end of the averaging period that it believes, on the basis of experience, will induce the desired response in financial markets. Since the reaction of the banks depends to some extent on the "track" followed by the Bank in providing excess reserves over the averaging period, this is taken into consideration. In general the degree of ease or tightness during a reserve period associated with any given level of excess cash reserves at the end of the period will vary according to whether a higher proportion of the reserves is provided early in the period or later. Although the Bank will start an averaging period by working towards a particular level of cumulative excess reserves, its view may, of course, change during the period.

While the banks will usually make adjustments in their cash positions by initiating action to acquire or dispose of money market assets or by adjusting their short-term deposit liabilities, they can, if necessary, turn to the Bank of Canada as the lender of last resort. The rules governing normal advances to chartered banks give them the right to take one advance during a cash averaging period at Bank Rate up to a specified limit for either two or three juridical days.* Since advances have an immediate cash effect, the system's supply of cash reserves will be increased on the first day an advance is outstanding. On subsequent days, however, the Bank of Canada can neutralize the effect on total cash reserves to the extent deemed appropriate, although there will still be a net gain of cash reserves by the borrowing bank offset by net losses of reserves by the remaining banks. The Bank will also provide temporary accommodation to money market dealers under purchase and resale agreements in circumstances when the necessary financing is not available from other sources. In this case, payment is made in clearing house funds and the Bank of Canada can, if it wishes, take immediate offsetting action to neutralize all or part of the potential effect on cash reserves.

*A bank may take an advance for one day on the last day of any averaging period, provided that on the preceding day its cumulative average cash reserve ratio was equal to or higher than its legal minimum ratio. If a second or subsequent advance is required in an averaging period, the rate in principle will be higher than Bank Rate and will be negotiated.

différences dans l'attitude des banques en matière de gestion des réserves-encaisse à un moment donné, de même que la position d'une banque sur la question peut se modifier avec le temps. Ce phénomène s'explique par la façon dont elles perçoivent l'évolution future des marchés financiers, par le profil de leurs entrées et sorties de fonds et par leur conception de la gestion des liquidités. Aussi une banque donnée réagit-elle parfois beaucoup plus rapidement qu'une autre à un accroissement ou à une réduction de ses réserves-encaisse. Si une répartition inégale des réserves-encaisse persiste parce qu'une banque donnée désire subitement détenir un montant plus élevé de réserves pour un motif quelconque, mettons parce qu'elle s'attend à de gros tirages de fonds dans les prochains jours, un niveau donné des réserves-encaisse se traduira sur les marchés monétaires par une conjoncture plus serrée que celle qui se serait produite dans des conditions différentes.

La Banque du Canada se fixe comme objectif, au début de chaque quinzaine de réserve, d'atteindre à la fin de celle-ci un montant cumulé de réserves excédentaires susceptible selon son expérience de provoquer sur les marchés financiers les mesures d'adaptation désirées. Comme la réaction des banques dépend dans une certaine mesure du schéma adopté par la Banque du Canada pour mettre des réserves-encaisse excédentaires à leur disposition au cours de la période de référence, il est tenu compte de cet élément. En général, pour un niveau donné de réserves-encaisse excédentaires à la fin d'une période de réserve, le degré d'aisance ou de resserrement au cours de la période variera suivant qu'une plus ou moins grande proportion de réserves-encaisse excédentaires aura été mise à la disposition des banques au début de la période ou plus tard. Bien que la Banque vise, au début de chaque quinzaine, à arriver à un montant cumulé précis d'excédents de réserves-encaisse, rien ne l'empêche de modifier ses objectifs en cours de période.

Généralement, les banques ajusteront leur situation de caisse en achetant ou en vendant des effets à court terme, ou encore en ajustant leur passif-dépôts à court terme; cependant, elles ont aussi la faculté de s'adresser à la Banque du Canada, organisme prêteur de dernier ressort. Les règles concernant les avances normales aux banques à charte leur accordent le droit d'obtenir une avance par période de réserve, au taux d'escompte, jusqu'à concurrence d'un maximum spécifié et pour une durée de deux ou de trois jours ouvrables*. Les avances ont un effet d'encaisse immédiat, c'est-à-dire qu'un gonflement de l'approvisionnement du système en réserves-encaisse est

*Le dernier jour de chaque période de réserve, une banque peut solliciter une avance pour un jour à condition que la moyenne de sa réserve-encaisse, depuis le début de la période de réserve jusqu'à la veille de l'avance, soit égale ou supérieure au minimum requis pour la quinzaine en cours. Une deuxième avance ou, le cas échéant, toute avance supplémentaire pendant une période de réserve portera, en principe, intérêt à un taux qui sera supérieur au taux d'escompte, et qui sera négocié dans chaque cas.

tion des réserves-
'une banque sur la
s'explique par la
és financiers, par le
eption de la gestion
ois beaucoup plus
eduction de ses
-encaisse persiste
un montant plus
rce qu'elle s'attend à
eau donné des ré-
ar une conjoncture
ditions différentes.
ut de chaque quinzaine
mulé de réserves
oquer sur les marchés
réaction des banques
r la Banque du Canada
disposition au cours de
nt. En général, pour
a fin d'une période de
de la période variera
serves-encaisse ex-
au début de la période
que quinzaine, à
erves-encaisse, rien
ode.
de caisse en achetant
justant leur passif-
ulté de s'adresser à la
sort. Les règles con-
ur accordent le droit
d'escompte, jusqu'à
e de deux ou de trois
immédiat, c'est-à-dire
e en réserves-encaisse est

e avance pour un jour à condition
ve jusqu'à la veille de l'avance, soit
xième avance ou, le cas échéant,
incipe, intérêt à un taux qui sera

In the past the money market assets that served as a liquidity cushion between changes in a bank's cash position and adjustments in other assets consisted primarily of secondary reserve assets (day-to-day loans and treasury bills) and short-term Government bonds. In recent years, however, the banks have added to their holdings other short-term instruments, primarily finance company and other commercial paper, special call loans and bankers' acceptances. As a result adjustments to changes in their cash reserve positions are made to a considerable extent through changes in their holdings of these instruments.

An individual bank may also seek to bolster its Canadian dollar cash by selling foreign currency in the exchange market. Such foreign currency may be obtained by disposing of foreign currency assets or by raising funds in foreign currency deposit markets, subject to the requirement that a bank maintain a sound balance on its over-all foreign currency asset and liability position.

The development of a market in inter-bank funds since November 1973 has provided the banks with another means of adjusting their cash reserve position. In this market, a bank with excess funds at the Bank of Canada may lend part or all of the excess to another bank for one day at rates negotiated between the two banks. Payments are made in clearing house funds and are reflected in the changes that are made the following day in the deposit accounts of individual banks at the Bank of Canada. Use of the inter-bank market does not affect the total amount of excess reserves available but it can assist in evening out the distribution among the various banks.

Changes in the short-term asset adjustment process of the banks in recent years have been accompanied by an increased emphasis on liability management by banks as a means of adjusting their cash position. In order to increase its cash reserves a bank, for example, may bid for large short-term deposits, attracting funds away from other banks which, in turn, may compete more vigorously. In the process, funds are not only shifted between banks but may also be drawn away from non-bank sources.

enregistré le jour même où l'avance est faite. Les jours suivants toutefois, la Banque du Canada pourra, dans la mesure qu'elle jugera appropriée, neutraliser l'incidence de l'avance sur les réserves-encaisse globales; la banque emprunteuse n'en enregistrera pas moins un accroissement net de ses réserves-encaisse, avec en contrepartie une perte nette pour l'ensemble des autres banques. La Banque fournit aussi des facilités temporaires aux négociants du marché monétaire en vertu d'accords de prise en pension, lorsque ces derniers ne peuvent obtenir ailleurs le financement nécessaire. Le paiement se fait alors en fonds qui passent par la compensation, de sorte que la Banque du Canada peut, si elle le désire, prendre des mesures immédiates pour neutraliser, en tout ou en partie, les éventuels effets de ces opérations sur les réserves-encaisse.

Précédemment, les effets à court terme utilisés par les banques pour amortir l'incidence des modifications de leur situation de caisse avant de procéder à des ajustements de leurs autres avoirs étaient composés principalement d'instruments de réserves secondaires – prêts au jour le jour et bons du Trésor – et de fonds d'État à court terme. Ces dernières années toutefois, les banques ont ajouté d'autres avoirs à court terme à leurs portefeuilles, notamment du papier de sociétés de financement, du papier commercial, des prêts à vue spéciaux et des acceptations bancaires. Il en résulte que les banques s'adaptent maintenant dans une large mesure aux modifications de leur situation de réserves-encaisse par des opérations sur des avoirs de ce genre.

Une banque peut aussi chercher à augmenter son encaisse en dollars canadiens par la vente de devises sur le marché des changes. Ces devises, elle peut les obtenir en réalisant des avoirs libellés en monnaies étrangères ou en se procurant des fonds sur les marchés des dépôts en monnaies étrangères; elle devra toutefois veiller à conserver un sain équilibre entre ses avoirs et ses engagements en monnaies étrangères.

Le développement depuis novembre 1973 d'un marché de fonds interbancaires donne aux banques un autre moyen d'ajuster leur position de réserve. Sur ce marché, une banque disposant d'un excédent à la Banque du Canada peut le prêter pour un jour, en tout ou en partie, à une autre banque, à un taux convenu entre elles. Les paiements passent par la compensation et se traduisent le lendemain dans les variations des comptes à la Banque du Canada des banques intéressées. Le recours au marché interbancaire ne modifie pas le montant de l'excédent de réserves-encaisse disponible, mais peut contribuer à en égaliser la répartition entre les banques.

Tout en modifiant ce processus d'ajustement des avoirs à court terme, les banques ont recouru davantage au cours des dernières années à la gestion des engagements pour ajuster leur situation de caisse. À titre d'exemple, une

banque qui souhaite accroître ses réserves-encaisse peut offrir de meilleures conditions pour se procurer de gros dépôts à court terme, attirant ainsi des fonds aux dépens des autres banques, qui à leur tour réagiront peut-être de façon plus active. Cette évolution ne se traduit pas seulement par de simples déplacements de fonds entre banques, mais peut également entraîner une ponction sur les fonds d'institutions non bancaires.

de meilleures
rant ainsi des
peut-être de
par de simples
traîner une

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

To the annual meeting dinner of
The Canadian Life Insurance Association
Ottawa, 28 May 1975

For quite a number of years now I have had the pleasure of attending the Annual Meeting Dinners of The Canadian Life Insurance Association. I have always found this occasion to meet with you to be valuable as well as most enjoyable. So much so that this year when your President invited me not only to come but also to address you after dinner I felt he was making me an offer I could not refuse.

I note that the general topic for discussion at this conference has to do with the problems facing life insurance companies in an inflationary economy. This is not surprising since in recent years there has been a general drift into progressively deeper and more chronic inflation throughout the world, with the rate of decline in the value of money varying widely and unpredictably from year to year. Inflation has been creating serious difficulties both for those who have a need for long-term savings instruments and for those who need to borrow at long term in order to finance capital projects. It has undoubtedly imposed a severe handicap on life insurance companies in their efforts to meet the needs of the public for reliable long-term savings protection against future contingencies.

As inflation has become more rapid and more chronic, the yields available to insurance companies for the investment of their current cash flow have come to incorporate an implicit premium reflecting in some degree the rate of inflation experienced in the recent past and thus perhaps expected to continue for some time into the future. In recent years, however, the size of this inflation premium has failed to keep fully abreast of the rising rates of inflation actually experienced. This has produced the phenomenon of negative real interest rates – that is, rates of interest

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

Au dîner donné à l'occasion de l'assemblée annuelle de
l'Association canadienne des compagnies d'assurance-vie
Ottawa, le 28 mai 1975

Voilà déjà plusieurs années que j'assiste avec grand plaisir aux dîners donnés à l'occasion des assemblées annuelles de l'Association canadienne des compagnies d'assurance-vie. Les heures que j'ai passées avec vous à ces occasions ont toujours été en même temps intéressantes et agréables. Aussi ai-je compris, lorsque votre Président m'a invité à assister à la réunion de cette année et à y prendre la parole, qu'il me faisait une offre que je ne pouvais refuser.

Les organisateurs de cette réunion ont choisi cette année comme thème de débat «les compagnies d'assurance-vie dans un contexte d'inflation». Ce choix n'a rien de surprenant puisque, depuis quelques années, l'inflation se fait de plus en plus virulente de par le monde et que la valeur de l'argent s'érode au fil des ans à un rythme inégal et imprévisible. L'inflation cause de graves difficultés à la fois à celui qui a besoin d'épargner à long terme et à celui qui doit emprunter à long terme pour financer des projets d'investissement. Elle entrave sans nul doute lourdement les efforts déployés par les compagnies d'assurance-vie pour aider les épargnants à se protéger efficacement et à long terme contre les aléas de la vie.

L'inflation gagnant en rapidité et en ténacité, le rendement que les compagnies d'assurance obtiennent du placement de leurs liquidités en est arrivé à comprendre une majoration implicite liée dans une certaine mesure à l'inflation qui a été enregistrée ces dernières années et qu'on s'attend peut-être à voir persister un certain temps encore. Ces dernières années, toutefois, cette majoration n'a pas réussi à croître tout à fait au même rythme que l'inflation. Il s'en est suivi l'apparition de taux d'intérêt réels négatifs – c'est-à-dire de taux d'intérêt insuffisants pour compenser l'érosion du pouvoir

which are not high enough to compensate the saver for the erosion of the purchasing power of his capital as the price level rises. It is difficult to believe that this can possibly be a stable or enduring feature of our capital markets.

A few years ago one often heard the view that inflation need not be regarded as a very serious problem. All that was required was a little ingenuity in devising ways of protecting its potential victims from loss or compensating those who had been hurt. After the experience of recent years the problem can no longer be so easily dismissed. For inflation to benefit anyone, it must continue to take advantage of at least some people. In practice, that means it must continue to escalate faster than at least some people can learn to anticipate and find ways of adjusting to. The further we go down this road the harder it will be ever to stop. In my judgment, we really have no alternative but to learn to master inflation.

Less than three months have passed since I had the opportunity to make public in my Annual Report some reflections on the current economic scene, and I do not think my views have changed appreciably in the meantime. The main thing I want to do tonight is to elaborate a little on some of the salient points.

There is really no great mystery about the nature and origin of our current economic difficulties. For many months now most of the world's industrial countries have been passing through a severe recession. It is no accident that this recession has come hard on the heels of a worldwide inflationary boom of major proportions. The continuing spiral of price and cost increases that was set off by this worldwide boom is a prime example of the instability generated when the economic system is allowed to overheat. Soaring interest rates are another reflection of the strains and stresses that come with a booming economy. Yet another example of this instability is the general scramble to build up stocks of particular kinds of goods before they become scarcer and more expensive. This creates all sorts of imbalances and distortions in the pattern of economic activity whose eventual reversal is bound to be disruptive and painful. This year's under-employed world economy is, in a very real sense, the direct descendant of the world economy that was so severely over-stretched a year or two ago.

If the combination of inflation and recession we are currently experiencing is in large measure the predictable consequence of the worldwide economic boom that preceded it, what caused the boom in the first place?

d'achat des fonds épargnés. Il est difficile de croire que ce phénomène puisse devenir une caractéristique fixe ou durable de nos marchés financiers.

Combien de fois n'avons-nous pas entendu dire, il y a quelques années, que l'inflation ne constituait pas vraiment un bien grave problème. Il suffisait, disait-on, de faire preuve d'un peu d'ingéniosité pour prévenir ou compenser toute perte due à l'inflation. L'expérience des dernières années nous enseigne que les choses ne sont pas si simples. Pour que l'inflation profite à quelques-uns, il faut qu'au moins un certain nombre d'autres en pâtissent. En pratique, cela signifie que l'escalade doit continuer à un rythme supérieur à la capacité de prévision et d'adaptation d'au moins une partie de la population. Or, plus nous nous engageons dans cette voie, plus il sera difficile d'en sortir. À mon avis, nous n'avons d'autre choix que d'apprendre à juguler l'inflation.

J'ai eu l'occasion, il y a moins de trois mois, de publier dans mon Rapport annuel quelques remarques sur notre situation économique; ma vision des choses ne s'est guère modifiée depuis. Ce soir, je me propose surtout d'en préciser quelque peu les faits saillants.

La nature et l'origine des difficultés économiques que nous connaissons actuellement n'a rien de mystérieux. Depuis de nombreux mois déjà, la plupart des pays industrialisés sont en forte récession. Ce n'est pas par hasard que ce phénomène succède directement à une flambée inflationniste enregistrée à l'échelle mondiale. La spirale des prix et des coûts déclenchée par ce boom mondial est un bel exemple du climat d'instabilité qui naît lorsqu'on laisse «surchauffer» la machine économique. L'ascension des taux d'intérêt est une autre conséquence des tensions qui accompagnent une économie en surexpansion. Encore un exemple de cette instabilité, la fièvre avec laquelle les entreprises accumulent des stocks de certains produits avant qu'ils ne deviennent plus rares et plus chers. Ces éléments sont à l'origine de toutes sortes de déséquilibres et de distorsions du profil de l'activité économique, lesquels ne pourront être corrigés qu'à grand-peine. L'économie mondiale de sous-emploi que nous connaissons actuellement est, en réalité, fille de l'économie mondiale de surchauffe d'il y a un an ou deux.

Si le mélange d'inflation et de récession dont nous souffrons actuellement est en grande partie la conséquence inévitable du récent essor économique observé dans le monde, cet essor lui-même, quelle en avait donc été la cause?

En bref, il avait surtout résulté des politiques monétaire et financière excessivement expansionnistes menées les premières années de la présente décennie par presque tous les pays industrialisés. Le recours à ces politiques se justifiait par la volonté de ramener la production et l'emploi à un niveau

que ce phénomène puisse
marchés financiers.
il y a quelques années,
grave problème. Il suffisait,
our prévenir ou compenser
ières années nous enseigne
flation profite à quelques-
s en pâtissent. En pra-
un rythme supérieur à la
ne partie de la population.
s il sera difficile d'en sortir.
rendre à juguler l'inflation.
ublier dans mon Rapport
nomique; ma vision des
e propose surtout d'en

que nous connaissons
mbreux mois déjà, la plu-
. Ce n'est pas par hasard
bée inflationniste enre-
des coûts déclenchée par
nstabilité qui naît lorsqu'on
cension des taux d'intérêt
pagnent une économie en
ité, la fièvre avec laquelle
roduits avant qu'ils ne
ont à l'origine de toutes
de l'activité économique,
e. L'économie mondiale
t est, en réalité, fille de
ou deux.
us souffrons actuellement
récent essor économique
en avait donc été la cause?
nétaire et financière ex-
s années de la présente
Le recours à ces politiques
n et l'emploi à un niveau

The short answer is that it was caused mainly by the over-expansionary fiscal and monetary policies pursued by almost all of the world's industrial countries in the early 1970s. These policies had been invoked in an effort to restore high levels of output and employment following the economic slowdown at the beginning of the decade. One unusual feature of this period is that it was marked by acute international monetary instability, and for many countries fear of the domestic consequences of relatively strong exchange rates reinforced the tendency to permit unusually rapid rates of monetary expansion. Earlier international exchange rate relationships were in the process of breaking down, and in the highly uncertain environment many countries were reluctant to see their exchange rates move as far as was appropriate at that time, although in the end vast changes became necessary. I doubt whether it is generally appreciated how important a factor this was in laying the foundations for the worst outbreak of inflation of the postwar period.

By the time steps were being taken in most countries to moderate the expansionary thrust of these domestic policies, they had already resulted in sharply rising public and private expenditure and a boom in national levels of economic activity that was mutually reinforced through international trade. Had there been a more widespread appreciation that a boom of such proportions was imminent, these policies might have been adjusted earlier. But many countries were misled by the persistence of apparently high unemployment rates into thinking that the amount of spare productive capacity in their economies was much greater than turned out to be the case. The price pressures generated by this boom came on top of the already elevated rates of inflation which were the legacy of the previous upswing, and they were greatly reinforced by special factors affecting the prices of farm products and of energy supplies.

The early 1970s were by no means the first time in the postwar period that policies intended to promote speedy recovery from an economic slowdown ended up by generating an unstable boom, a further worsening of inflation and, before long, yet another recession. Since we are now back in much the same position as we were on these past occasions, except at higher rates of inflation, we should think rather carefully about how we ought to react on this occasion.

The temptation to press expansionary policies too hard and to keep them in operation too long arises primarily from the concern felt by everyone about any substantial rise in unemployment, and from a desire

élevé, au lendemain du ralentissement du début de la décennie. Une autre caractéristique particulière de cette période a été la très vive instabilité dont ont fait preuve les marchés de change internationaux; en outre, nombre de pays ont trouvé, dans la crainte qu'une tenue relativement bonne de leur monnaie sur les marchés des changes ne porte préjudice à leur évolution économique interne, une raison de plus de tolérer un rythme exceptionnel d'expansion monétaire. Les anciennes parités de change étaient en train de s'effondrer et cette ambiance d'incertitude faisait que beaucoup de pays ne tenaient guère à modifier le cours de leur monnaie autant que les circonstances le dictaient; pourtant, des modifications importantes finirent par s'imposer. Je ne crois pas que les gens se rendent compte du rôle qu'à joué ce facteur dans le déclenchement de cette poussée inflationniste, la plus grave que nous ayons enregistrée depuis la fin de la deuxième guerre mondiale.

Avant que la plupart des pays n'eurent adopté de mesures visant à modérer la poussée expansionniste provoquée par leur politique intérieure, celle-ci avait déjà occasionné chez eux une croissance rapide de la dépense des secteurs public et privé ainsi qu'un essor de l'activité économique, encore renforcé par le jeu du commerce international. Si un plus grand nombre de pays avaient prévu qu'un tel boom était imminent, ils auraient probablement réajusté leur tir plus tôt. La persistance de taux de chômage apparemment élevés a induit nombre d'entre eux en erreur en leur faisant croire à l'existence de marges de capacité de production inutilisées beaucoup plus importantes qu'elles ne l'étaient en réalité. La pression sur les prix engendrée par ce boom vint encore accélérer le rythme déjà élevé d'inflation que nous avait légué la haute conjoncture précédente, et se vit encore fortement renforcée par des facteurs spéciaux de renchérissement des produits agricoles et énergétiques.

Ce n'était pas la première fois depuis la fin de la guerre que des politiques visant à une relance rapide de l'économie se soldaient par une expansion instable, par une aggravation de l'inflation et, peu après, par une nouvelle récession. Étant donné que nous nous trouvons à l'heure actuelle sensiblement au stade auquel avaient abouti les expériences précédentes, avec la différence que le taux d'inflation est encore plus élevé, nous devons rechercher avec le plus grand soin comment réagir cette fois-ci.

La tentation de recourir à des politiques par trop expansionnistes et de les appliquer trop longtemps résulte surtout du malaise que nous éprouvons tous devant une aggravation sensible du chômage et de notre désir commun d'y mettre un terme dans les plus brefs délais. Compte tenu de l'urgence de ce problème, l'éventualité d'une recrudescence de l'inflation après deux ou trois

to overcome it as quickly as possible. Compared with the immediacy of this problem, the distant and uncertain risk of compounding our inflation problem two or three years into the future is all too readily perceived as a gamble it is reasonable to take. In any event, if the cost of a little less unemployment is only a little more inflation, is not the choice obvious?

The trouble is that it is not enough for policies to be well-intentioned – they must also be capable of achieving over time the results that they seek. People do learn from experience, and they come to realize that the prospect of "a little more inflation" is only the beginning of the story, not the end of it. Inflation accelerates once it comes to be expected. It gets built into wage contracts and pricing decisions. As time passes, what we find we are in fact trading off in order to get a little less unemployment – and that only on a very temporary basis – is not a "little" more inflation but rapid and growing inflation as far ahead as one can see.

It is not surprising, then, that over the years the policy record of most countries has been one of switching back and forth from fighting unemployment to fighting inflation and back to fighting unemployment. By now it is pretty obvious that this approach has not succeeded, and has instead saddled us with deep-seated problems that stand in the way of achieving consistently good economic performance. If we in the industrial countries are to avoid yet another repetition of our past mistakes, we are going to have to stop switching and show more steadiness in keeping both of our objectives – satisfactory levels of employment and reasonable price stability – equally in mind. It is time it was generally realized that these are complementary aspects of a stable and well-functioning economy, not mutually exclusive alternatives one of which can be purchased by sacrificing the other. Whatever steps we decide to take to counteract a recession should be taken with our eyes firmly fixed on where we want to be in terms of our cost and price performance two or three years later on when economic activity has fully recovered.

The substance of what I have been saying can be illustrated with reference to the conduct of monetary policy, which although by no means the only important factor involved is the field in which my own special responsibilities lie. So far as monetary policy is concerned, experience has shown the dangers of over-reacting first to higher unemployment when it has become the problem of most immediate concern, and then to rising inflation when that problem in turn has come to occupy center stage.

ans tend à être considérée comme un risque lointain et vague qu'on est fondé de courir. En tout état de cause, s'il suffit d'une dose additionnelle d'inflation pour obtenir une réduction supplémentaire du chômage, la solution ne s'impose-t-elle pas d'elle-même?

Malheureusement, il ne suffit pas qu'une politique poursuive des objectifs louables, encore faut-il qu'elle réussisse à les atteindre au bout d'un certain temps. L'expérience demeure une bonne école, et les gens sont en train de se rendre compte que la formule «une dose additionnelle d'inflation» ne constitue souvent qu'un premier pas. L'inflation se fait plus rapide une fois qu'elle entre dans les prévisions. Elle devient partie intégrante des conventions collectives et des méthodes de détermination des prix. Avec le temps, il appert que ce qu'on reçoit en échange d'une légère réduction du taux de chômage – là encore seulement pour un certain temps –, ce n'est pas une «dose additionnelle d'inflation» mais bien une poussée inflationniste rapide et croissante dont on ne voit pas la fin.

On ne s'étonnera donc pas de constater que, au cours des ans, la plupart des pays ont pratiqué une politique de va-et-vient, alternant la lutte contre le chômage et la guerre contre l'inflation. Il est devenu évident que cette méthode n'a pas été couronnée de succès; bien plus, elle a créé des problèmes tenaces qui empêchent la réalisation et le maintien d'une bonne tenue de l'économie. Si nous, des pays industrialisés, voulons éviter de répéter les erreurs que nous avons commises dans le passé, nous devons absolument mettre un terme à ce va-et-vient, faire preuve de plus de constance, bref, donner autant d'importance à la réalisation de nos deux objectifs: niveau satisfaisant d'emploi et stabilité raisonnable des prix. Il est temps que chacun se rende compte qu'il s'agit là de deux aspects complémentaires, dont la réunion est essentielle à la stabilité et à la bonne marche de l'économie, non d'objectifs contradictoires dont l'un ne peut être atteint qu'aux dépens de l'autre. Quelles que soient les mesures que nous décidons de prendre pour lutter contre une récession, il faut que nous gardions à l'esprit l'objectif que nous voulons atteindre sur le plan de la tenue de nos coûts et de nos prix deux ou trois ans plus tard, lorsque l'économie aura retrouvé sa vitesse de croisière.

La conduite de la politique monétaire pourrait fort bien servir d'exemple pour illustrer ce que je viens de dire. Si je retiens ce sujet, ce n'est pas parce que cette dernière constitue l'unique facteur important, mais parce qu'elle se situe au cœur de mes attributions. Sur le plan de la politique monétaire, l'expérience a montré le danger des réactions excessives, que ce soit lorsque le chômage est au centre de nos préoccupations ou lorsque l'inflation est

gue qu'on est fondé
tionnelle d'inflation
la solution ne

suive des objectifs
bout d'un certain
sont en train de
d'inflation» ne cons-
pide une fois qu'elle
s conventions
ec le temps, il ap-
n du taux de chô-
'est pas une «dose
niste rapide et

s ans, la plupart des
a lutte contre le chô-
que cette méthode
problèmes tenaces
enue de l'économie.
les erreurs que
nent mettre un
bref, donner autant
u satisfaisant d'em-
cun se rende compte
éunion est essentielle
bjectifs contradic-
tre. Quelles que
ter contre une ré-
nous voulons at-
deux ou trois ans
croisière.
servir d'exemple
ce n'est pas parce
nais parce qu'elle se
que monétaire,
que ce soit lorsque
ue l'inflation est

In part this is a matter of the long time lags between changes in the rate of monetary expansion and the ultimate effects on employment and prices. In the past, when the growth of the money supply has been allowed to rise sharply in hopes of promoting more rapid economic recovery from a recession, central banks have not generally felt that they were taking serious risks of rekindling inflation. This was because, in economies where the level of output had fallen well below the limits of capacity, it would clearly take at least a year or two of vigorous expansion before the zone of high employment would be re-entered and any widespread overheating of the economy would again become a serious risk. This consideration seemed to argue for letting the growth of the money supply proceed at a rather rapid rate for the time being and then slowing it down to a more conservative pace once the economy was again approaching its capacity limits.

In practice, once levels of demand, output and – eventually – employment began rising quite sharply, the very speed of the advance created considerably more price pressure than had been expected. The self-generating forces of recovery tended to be underestimated and not enough attention was paid to the mutual reinforcement of stimulative action taken by a number of countries at the same time. And because the return of the unemployment rate to more normal levels tends to lag behind in the process of economic recovery, central banks have felt reluctant to move to more cautious rates of monetary expansion until quite late in the day.

By the time they felt able to do so, therefore, it was generally too late to prevent the expansion of money and credit from contributing to some degree of overheating of the economy. Moreover, by then economic expansion had acquired so much momentum and had involved so many exposed positions that any marked curtailment of the rate of monetary growth was likely to increase substantially the risks of an early economic downturn. The net result has been that with each successive cycle, central bankers have found themselves reluctant parties to the printing of money at progressively faster rates.

Today there are signs of a growing recognition of the need for steadier monetary growth at moderate rates if this cycle is to be broken – a recognition perhaps most evident in some of the world's main industrial countries, notably the United States and Germany. Efforts are being made in these countries to win public support for the observance of some

devenue à son tour le problème de l'heure. Ce danger découle en partie de ce que les derniers effets, sur l'emploi et sur les prix, des variations du rythme de l'expansion monétaire ne se font sentir qu'avec beaucoup de retard. Dans le passé, lorsque les banques centrales, dans l'espoir de hâter une relance économique, permettaient une forte expansion de la masse monétaire, elles n'avaient pas le sentiment qu'elles risquaient réellement de ranimer l'inflation. La raison en était que, dans des économies fonctionnant bien en-deçà de leur capacité de production, il fallait au moins un an ou deux de vigoureuse expansion économique avant de revenir à une conjoncture de plein emploi et de courir de nouveau un risque sérieux de surchauffe généralisée de l'économie. En l'occurrence, il semblait justifié de permettre pour un temps une expansion assez rapide de la masse monétaire, quitte à ralentir cette expansion une fois que l'économie se serait de nouveau rapprochée des limites de sa capacité.

En pratique, dès que la demande, la production et, pour finir, l'emploi commençaient à donner des signes de reprise vigoureuse, la vitesse même de cette reprise donnait naissance à des pressions sur les prix qui étaient bien supérieures à celles auxquelles on s'attendait. On avait tendance à sous-estimer la capacité de la reprise à s'auto-alimenter et à ne pas accorder assez d'importance aux effets de renforcement mutuel des mesures de stimulation prises simultanément dans divers pays. Comme la reprise tend à précéder le retour des taux de chômage à des niveaux plus normaux, les banques centrales hésitaient très longuement avant d'opter pour un rythme d'expansion monétaire plus modéré.

Aussi, au moment où les banques centrales estimaient qu'il était temps d'agir, était-il en général trop tard pour empêcher l'expansion de la monnaie et du crédit de contribuer dans une certaine mesure à la surchauffe de l'économie. En outre, l'expansion économique avait déjà acquis une telle vigueur et avait déjà entraîné un si grand nombre d'agents économiques à s'exposer qu'une décélération marquée du rythme de la croissance monétaire était de nature à provoquer à brève échéance un retournement de la conjoncture économique. Il en résultait que chaque fois que la situation se reproduisait, les dirigeants des banques centrales se voyaient forcés, bien malgré eux, de faire fonctionner la planche à billets de plus en plus vite.

De nos jours, on admet de plus en plus, semble-t-il, que pour sortir de cette impasse, il faut ramener l'expansion monétaire à des taux modérés et la rendre plus régulière. Cette prise de conscience est peut-être plus manifeste dans certains grands pays industrialisés, notamment aux États-Unis et en Allemagne. On s'efforce d'y promouvoir un courant d'opinion favorable

prudent speed limits in the expansion of the supply of money – for a determined effort not to depart very far from a moderate rate of monetary growth except in the most compelling circumstances. Although it remains to be seen what degree of success these countries will achieve in their efforts to maintain a greater degree of monetary discipline than in the past, the fact that these efforts are being made at all is in itself an interesting development. It is perhaps worth mentioning that in this country too, the need for greater steadiness in rates of monetary growth from one year to the next has become a consideration of growing importance in the minds of a number of people, including those of us at the Bank of Canada who are concerned with the formulation and conduct of monetary policy.

So far as the present economic situation here in Canada is concerned, it is true that to date we have not had as deep or lengthy a recession as many other countries. On the other hand, our underlying cost situation is a good deal more worrying than in the case of some of our main trading partners, including the United States. We would seem to have a reasonable chance of an early upturn in economic activity, but it would also seem that we must expect a relatively large deficit in our current balance of international payments and relatively high levels of unemployment for some time.

The distinctly easier monetary environment that we have had since last summer is one of a number of influences working in the direction of an economic upturn. During the first quarter of this year short-term interest rates in Canada reached levels very much below their highs of last August. Long-term rates, which are substantially affected by views about our inflation prospects over a rather longer time horizon, showed smaller but nevertheless appreciable declines.

These changes in interest rate levels were associated with an unusually sharp jump during the first quarter in the rate of growth of currency and demand deposits, the main forms of money used for making payments in Canada. This is a definition of the money supply which is subject at times to rather large erratic swings over periods as short as a month or two, although still useful for making comparisons over periods of a few quarters. During the latter part of 1974, for example, the growth rate of this series had turned unexpectedly negative for a month or two. Then followed the sharp increase in the first quarter but in the weeks since then the growth of the money supply has slackened again. Taken over a period

à l'institution de certaines «limites de vitesse» en ce qui concerne l'expansion de la masse monétaire – autrement dit, à une réelle détermination à ne guère dépasser un rythme modéré de croissance monétaire, sauf en cas d'extrême nécessité. Bien qu'il soit encore trop tôt pour savoir dans quelle mesure ces pays réussiront à respecter une discipline monétaire plus rigide que par le passé, le simple fait que des efforts en ce sens aient été entrepris constitue en lui-même un motif d'encouragement. Il convient peut-être de signaler que dans notre pays également un certain nombre de personnes, parmi lesquelles ceux d'entre nous, à la Banque du Canada, qui nous occupons de l'élaboration et de la mise en œuvre de la politique monétaire, accordent de plus en plus d'importance à la nécessité de rendre l'expansion monétaire plus régulière d'une année à l'autre.

En ce qui concerne la conjoncture actuelle au Canada, il est vrai que, jusqu'à présent, la récession y a été moins prononcée et moins longue que dans beaucoup de pays étrangers. Par ailleurs, notre situation fondamentale en matière de coûts est bien plus inquiétante que celle de certains de nos principaux partenaires commerciaux, parmi lesquels les États-Unis. Il semble que nous ayons de bonnes chances de bénéficier bientôt d'une reprise économique, mais il semble également que nous devons nous attendre à enregistrer un déficit relativement important de notre balance des paiements et, pendant quelque temps encore, un chômage relativement élevé.

La conjoncture monétaire, qui se caractérise depuis l'été dernier par une aisance nettement plus grande, constitue un des divers facteurs œuvrant dans le sens d'une reprise de l'activité économique. Au cours du premier trimestre de l'année 1975, le loyer de l'argent à court terme au Canada s'est établi à des niveaux bien inférieurs aux sommets atteints en août dernier. Les taux d'intérêt à long terme, qui sont fortement influencés par les perspectives d'évolution de l'inflation sur une longue période, ont accusé un fléchissement moins marqué mais tout de même appréciable.

Ces variations du loyer de l'argent sont allées de pair avec une poussée exceptionnelle, au premier trimestre, du taux de croissance des principaux moyens de paiement utilisés au Canada, la monnaie et les dépôts à vue. Cet agrégat, qui constitue une des définitions de la masse monétaire, est parfois sujet à de fortes et imprévisibles variations sur de très courtes périodes, un mois ou deux par exemple; il garde toutefois son utilité lorsqu'il s'agit d'établir des comparaisons sur des périodes de plusieurs trimestres. Au dernier semestre de 1974, par exemple, la croissance de la monnaie hors banques et des dépôts à vue est devenue inopinément négative pendant un mois ou deux.

as long as a year or so the increase in this money supply series does not appear unreasonable in all the circumstances.

In recent weeks there has been a certain amount of backing and filling of interest rates in the money market, bond market and mortgage market so that some of these rates currently stand a bit above their recent lows. In this connection I should remind you that the Bank of Canada cannot undertake to hold interest rates at particular levels if it is to pay adequate attention to keeping the growth of the money supply within reasonable bounds.

The rate at which costs are currently rising in Canada poses a difficult problem for monetary policy. It will not help this country to achieve on any lasting basis the goal of restoring satisfactory levels of activity and employment if the central bank simply accommodates in full, through correspondingly rapid monetary expansion, whatever rate of inflation is tending to be built into the cost structure of the economy. The proper role of monetary policy in current circumstances is to ensure that the growth of money and credit is fully adequate for economic expansion to be resumed at lower rates of inflation than we have been experiencing recently.

In my remarks tonight I have tried to emphasize that reasonable price stability is an essential condition for a well-functioning economy. While we can not expect to get rid of inflation overnight, I believe that over time we can achieve progressively lower rates of inflation, and monetary policy can play its part in this respect.

Despite our immediate difficulties, we can, if we are so determined, build a solid basis for achieving satisfactory levels of employment with reasonable price stability on a continuing basis. No obstacle stands in our way that will not yield to self-discipline and patience.

Par la suite, après la forte progression au premier trimestre de l'année en cours, la croissance de la masse monétaire a de nouveau ralenti. Sur une période d'environ un an, l'augmentation de la masse monétaire ne semble pas avoir été excessive, compte tenu des circonstances.

Ces dernières semaines, les taux d'intérêt sur les marchés monétaire, obligataire et hypothécaire ont été l'objet de certains remous de sorte que certains d'entre eux se situent actuellement à un niveau légèrement supérieur au minimum enregistré récemment. À cet égard, il convient de rappeler que la Banque du Canada ne peut s'engager à maintenir les taux d'intérêt à un niveau donné si elle veut s'acquitter de sa responsabilité de maintenir la croissance de la masse monétaire dans des limites raisonnables.

Le rythme actuel de progression des coûts au Canada fait naître un épineux problème de politique monétaire. Si la banque centrale se contente d'alimenter intégralement, par le moyen d'une expansion monétaire adéquate, toute inflation qui s'incorpore à la structure des coûts, elle n'aidera en rien notre pays à rétablir et à conserver un niveau satisfaisant d'activité et d'emploi. Le rôle de la politique monétaire, dans les circonstances actuelles, est d'assurer que la croissance de la monnaie et du crédit est pleinement conforme aux exigences d'une reprise de l'activité économique accompagnée de taux d'inflation moins élevés que ceux que nous connaissons depuis un certain temps.

Dans ma causerie de ce soir, j'ai tenté de faire ressortir qu'une stabilité raisonnable des prix est une condition *sine qua non* de la bonne marche de l'économie. Nous ne pouvons pas espérer juguler l'inflation du jour au lendemain, mais je suis convaincu que nous pouvons en réduire progressivement le rythme, et la politique monétaire a certainement un rôle à jouer en la matière.

En dépit des problèmes urgents qui se posent à nous, nous pouvons, si nous le voulons vraiment, jeter les bases solides d'un avenir qui serait caractérisé par des niveaux d'emploi satisfaisants et par une stabilité raisonnable des prix. Si nous faisons preuve de modération et de patience, rien ne saurait nous empêcher d'y parvenir.

Recent economic developments in Canada

L'évolution économique récente au Canada

The evidence that has become available since the Bank's Annual Report was written in February suggests that the major economic trends identified at that time carried on into the early part of 1975. The external environment deteriorated further as the downturn in economic activity abroad developed into the most prolonged and severe recession of the postwar period. The depressed level of world economic activity continued to adversely affect demand and prices for many of our major exports; while the general rise in world prices also tended to moderate, the prices paid for our imports continued to rise more rapidly than those of our exports. Continuing softness in some important sectors of the domestic economy was reflected in an easing in the volume of imports but, with the over-all level of domestic demand well sustained relative to that of our major trading partners, the decline in the volume of imports was less than in exports. These trade developments resulted in a further sharp increase in the deficit in the current account of the balance of payments. This factor, together with greatly reduced rates of inventory accumulation, exerted a strong drag on output and employment in the early months of the year. Unemployment rose further and the margin of slack in the economy widened substantially. However, while profit levels were reduced and prices generally rose less rapidly, strong inflationary pressures continued to emanate from the cost side of the economy as the very high rates of increase in pay-scales that had become established in the course of 1974 became even more general in the first half of 1975.

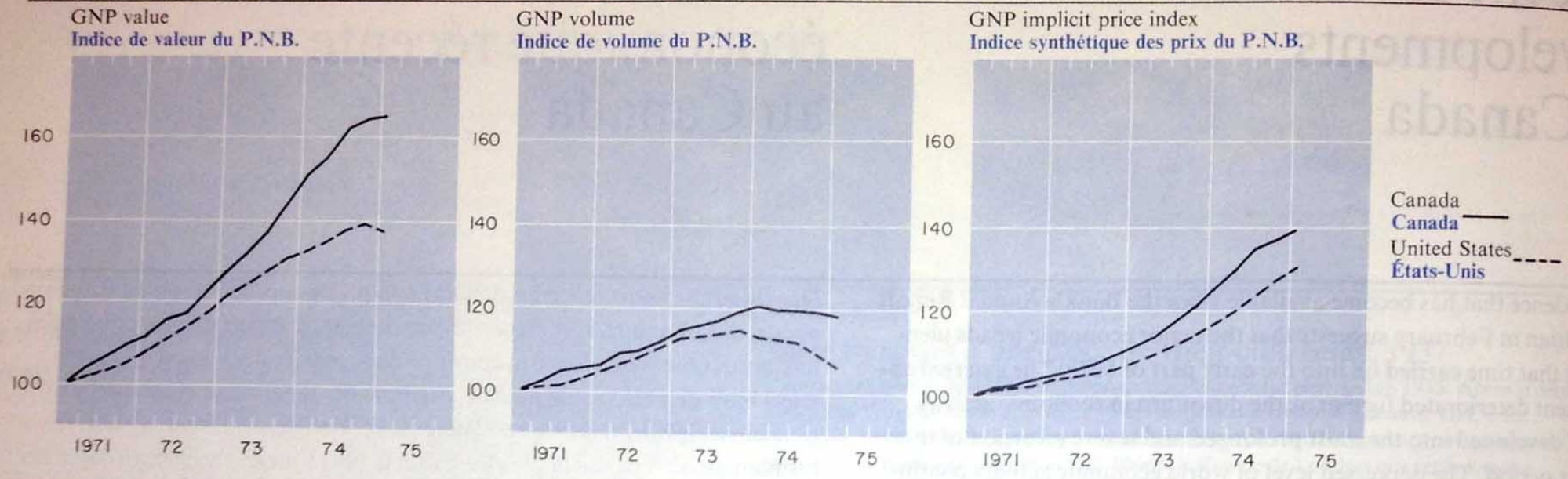
The most comprehensive body of recently available evidence on the performance of the economy is provided by the preliminary national accounts estimates for the first quarter of 1975, which were released in mid-June, together with revisions back to the beginning of 1971. While the revisions show a slightly different path for the economy through 1974 and have lowered the growth of real GNP for the year as a whole (2.8 per cent rather than 3.7 per cent), these changes have not fundamentally altered the profile of economic activity. The earlier strong tide of economic

Des renseignements recueillis depuis l'époque de la préparation du Rapport annuel de la Banque, soit depuis février dernier, il appert que les principales tendances observées alors ont continué de se manifester au cours des premiers mois de 1975. Sur le plan extérieur, la dégradation conjoncturelle s'est poursuivie, le ralentissement de l'activité économique à l'étranger se transformant en la récession la plus longue et la plus brutale enregistrée depuis la fin de la guerre. Le bas niveau de l'activité économique dans le monde a continué à affecter la demande et le prix d'un grand nombre de nos principaux produits d'exportation; la hausse générale des cours sur les marchés mondiaux a également eu tendance à se modérer, mais les prix de nos importations ont continué d'augmenter plus rapidement que ceux de nos exportations. La lourdeur continue de quelques secteurs importants de notre économie s'est traduite par un certain affaiblissement de nos importations en volume, mais la demande globale s'étant relativement bien maintenue dans notre pays, comparativement à l'évolution qu'elle a connue chez nos principaux partenaires commerciaux, la contraction du volume de nos importations a été moindre que celle de nos exportations. Il en est résulté une nouvelle accentuation notable du déficit de la balance courante canadienne. Cet élément, conjugué à une nette diminution du rythme d'accumulation des stocks, a fortement freiné la production et l'emploi au cours des premiers mois de l'année. Le chômage a continué de s'aggraver et la marge des ressources inutilisées dans l'économie s'est considérablement accrue. Toutefois, en dépit de la réduction des bénéfices et de l'atténuation de la hausse des prix, de vives pressions inflationnistes ont continué à se manifester au niveau des coûts de production, étant donné que les très fortes majorations apportées aux échelles de rémunération en 1974 se sont encore généralisées au premier semestre de 1975.

L'ensemble le plus complet de données sur la tenue de l'économie à nous avoir été fourni ces derniers temps est constitué par les chiffres provisoires des comptes nationaux pour le premier trimestre de 1975, qui ont été publiés à la mi-juin en même temps qu'une révision des données antérieures remontant

Chart I — Canada and the United States: GNP value, volume and implicit price index
Graphique I — Canada et États-Unis – Indice de valeur, indice de volume et indice synthétique dérivés du P.N.B.

Seasonally adjusted, 1st quarter 1971 = 100
Données désaisonnalisées, 1er trimestre 1971 = 100



expansion began to ebb in the spring of 1974 and some sectors of the economy weakened substantially in the following months. However, the total output of goods and services remained flat or declined only very slightly until the first quarter of 1975. In that quarter, the preliminary estimates show that real GNP declined by 1.4 per cent.

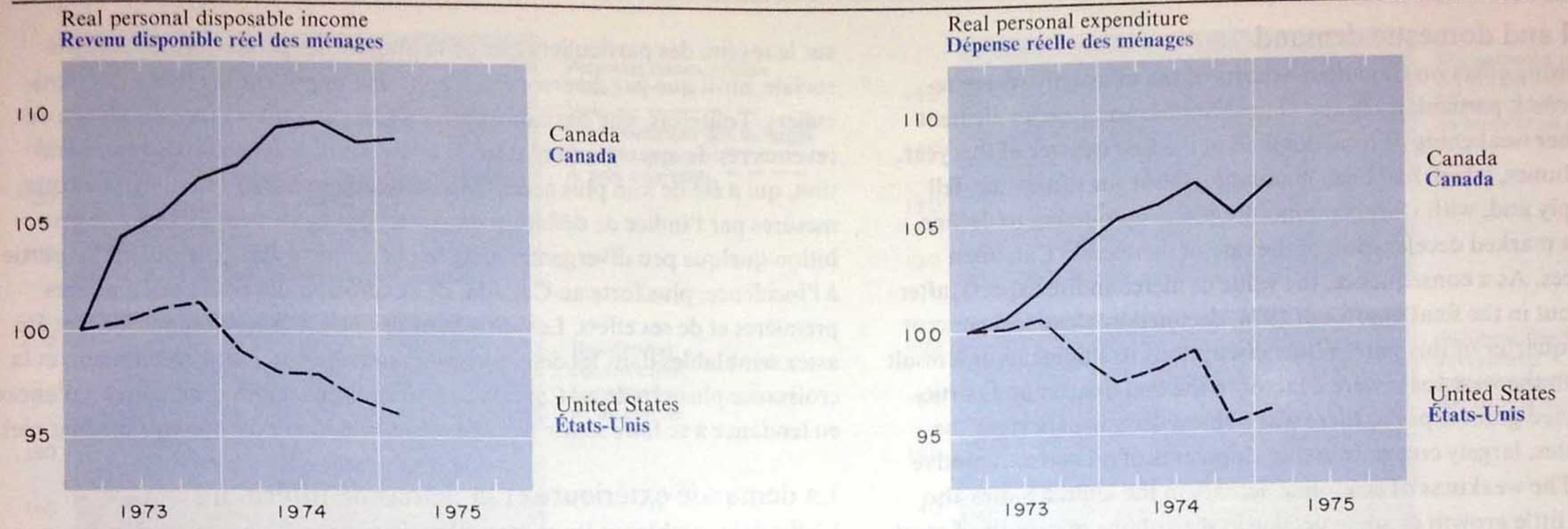
Despite the slowing of the Canadian economy, one of the striking features of the situation in Canada has continued to be how much better incomes, spending, output and employment have been sustained here than in the United States. During the first three quarters of 1974, the value of GNP in Canada increased on average by 4 per cent per quarter and then slowed rapidly to a negligible increase in the first quarter of 1975. By contrast, the growth of nominal GNP in the United States slowed substantially in the first three quarters of 1974, even more in the fourth quarter and actually turned negative in the first quarter of 1975 (see Chart I). In volume terms, U.S. GNP declined significantly in the first quarter of 1974, receded slightly further in the next two quarters, and then turned down sharply in the last quarter of 1974 and the first quarter of 1975. Thus, by the first quarter of this year total output in the United States was about 8 per cent below the peak experienced five quarters earlier, while in Canada it was only 2 per cent lower than the peak reached four quarters earlier.

jusqu'à 1971. Si les chiffres révisés donnent une idée légèrement différente de l'évolution économique en 1974 et indiquent notamment que le taux de croissance réelle du P.N.B. a été moins élevé pour l'ensemble de l'année (2.8% au lieu de 3.7%) qu'on ne le croyait, il reste que le profil de l'activité économique demeure fondamentalement inchangé. L'essor économique antérieur a commencé à perdre de sa vigueur au printemps de 1974 et le rythme d'activité a baissé sensiblement dans certains secteurs au cours des mois suivants. Toutefois, la production de biens et de services est restée stationnaire ou n'a que très faiblement régressé jusqu'au premier trimestre de 1975. Au cours de ce trimestre, selon les premières estimations, le P.N.B. réel aurait diminué de 1.4%.

Une des caractéristiques de l'évolution récente est que, en dépit du ralentissement de l'activité économique au Canada, le revenu, la dépense, la production et l'emploi s'y sont bien mieux maintenus qu'aux États-Unis. Au cours des trois premiers trimestres de 1974, le P.N.B. en dollars courants s'est accru à un rythme moyen de 4% par trimestre, puis s'est sensiblement ralenti pour ne plus enregistrer qu'une avance négligeable au premier trimestre de 1975. En revanche, la croissance nominale du P.N.B. aux États-Unis a considérablement ralenti au cours des trois premiers trimestres de 1974, s'est détériorée encore davantage au dernier trimestre et est même devenue négative au premier trimestre de 1975 (voir Graphique I). En termes réels, le

Chart II — Canada and the United States: Personal income and expenditure
Graphique II — Canada et États-Unis – Revenu et dépense des ménages

Seasonally adjusted, 1st quarter 1973 = 100
Données désaisonnalisées, 1er trimestre 1973 = 100



Given the very strong trading and other ties between the two countries, the divergence that has occurred between the two economies over the past year or so has been very unusual. The reasons are obviously complex and include such factors as the respective strategies of demand management, the differing impact of the energy crisis and other influences on the state of business and consumer psychology. However, as may be seen in Chart II, one of the operative elements has been the sharp divergence in the respective trends of real disposable income which has in turn been reflected in levels of consumer spending. There is, of course, a circular relationship between income, output and employment. In addition, disposable income in Canada has been supported by indexing of the personal income tax system and of most social security payments, and by discretionary cuts in personal income taxes. However, one of the key elements in the divergence of incomes appears to have been the much steeper rate of increase in pay-scales here than in the United States. While there has also been some divergence in price levels, as measured by the GNP deflator, this has partly been due to the greater impact of the commodity price boom and its aftermath on Canada. Consumer price changes have been fairly similar, at least until recently, and the higher rates of growth in money incomes in Canada have initially tended to be reflected in relative real purchasing power.

P.N.B. a diminué aux États-Unis de façon significative au premier trimestre de 1974, a régressé un peu plus au cours des deux trimestres suivants, pour fléchir brutalement au dernier trimestre de 1974 et au premier trimestre de 1975. Aussi la production des États-Unis se situait-elle au premier trimestre de l'année en cours à un niveau de 8% moins élevé que le niveau record qu'elle avait atteint cinq trimestres auparavant, tandis qu'au Canada la production n'avait diminué que de 2% par rapport au sommet atteint quatre trimestres plus tôt.

Étant donné le fort courant d'échanges commerciaux et les autres liens existant entre les deux pays, le comportement divergent de leur économie depuis une douzaine de mois a été quelque chose d'exceptionnel. Il tient naturellement à des causes complexes, notamment à des différences de stratégie dans les politiques de gestion de la demande, à des répercussions différentes de la crise énergétique dans chacun de ces pays, et à d'autres facteurs exerçant une influence sur le niveau des affaires et sur la psychologie des consommateurs. Cependant, comme on peut le voir au Graphique II, un des facteurs déterminants a été la nette différence entre les tendances du revenu disponible réel dans les deux pays, laquelle s'est traduite à son tour dans les dépenses de consommation. Il va de soi qu'il existe une relation "circulaire" entre le revenu, la production et l'emploi. De plus, l'évolution du revenu disponible au Canada a été favorisée par l'indexation tant des exemptions de l'impôt

External and domestic demand

The depressing effect on Canadian exports of the unusually severe recession abroad, particularly in the United States, was a major element in the further weakening of total demand in the first quarter of this year. Export volumes, which had been fluctuating lower for some time, fell more sharply and, with world commodity prices continuing to decline, there was a marked deceleration of the rate of increase in Canadian export prices. As a consequence, the value of merchandise exports, after flattening out in the final quarter of 1974, declined by close to 6 per cent in the first quarter of this year. While disruptions to shipments as a result of strikes on the west coast were a factor in the first quarter and particularly affected grain exports, there was a sharp drop in exports to the United States, largely concentrated in shipments of oil and automotive products. The weakness of economic activity in the United States also resulted in little growth or some decline in the volume of exports of most other products. Some improvement in the level of exports occurred in April and May, partly it seems as a consequence of the settlement of earlier strikes.

Final domestic demand on the other hand has been unusually well sustained. Indeed after a moderate decline in the fourth quarter of 1974, final domestic demand in real terms rose by 1.3 per cent in the first three months of 1975 (see Chart III). This occurred despite a further drop in outlays on residential construction to a level about 25 per cent below a year earlier. Housing starts continued to sag during the early months of the year but turned up sharply in the spring, reaching an annual rate of over 200 thousand units in May and June compared with a March low of 145 thousand units. While starts on both single-family dwellings and multiple units strengthened, the latter remained well below the level reached in 1973.

The number of housing units coming to completion also declined over the winter, contributing to a relatively weak demand for household appliances and furnishings. Sales of new cars recovered strongly in the early months of this year, partly in response to temporary price rebates introduced by manufacturers. However, even with the rebound in car sales, total consumer expenditure on goods and services in real terms was no higher than in the third quarter of 1974. As can be seen in Chart IV, car sales subsequently dropped back from the high levels reached during the most active period of price rebates. More recently, they have again

sur le revenu des particuliers que de la plupart des prestations de sécurité sociale, ainsi que par diverses réductions de l'impôt sur le revenu des particuliers. Toutefois, une des causes principales de la divergence au niveau des revenus réside apparemment dans le relèvement des échelles de rémunération, qui a été de loin plus accentué au Canada qu'aux États-Unis. Les prix, mesurés par l'indice de déflation du P.N.B., ont également affiché une évolution quelque peu divergente, mais ce phénomène était attribuable en partie à l'incidence, plus forte au Canada, de l'explosion des cours des matières premières et de ses effets. Les variations des prix à la consommation ont été assez semblables dans les deux pays, au moins jusqu'à tout récemment, et la croissance plus rapide au Canada des revenus en termes monétaires a d'abord eu tendance à se faire sentir dans l'évolution relative du pouvoir d'achat réel.

La demande extérieure et la demande intérieure

L'effet défavorable sur les exportations canadiennes de la récession exceptionnellement forte enregistrée à l'étranger, aux États-Unis en particulier, a été un élément primordial de l'aggravation de la faiblesse de la demande globale au premier trimestre de l'année en cours. Le volume des exportations, qui accusait une tendance à la baisse depuis quelque temps, a fléchi brusquement et le rythme d'accroissement du prix des exportations canadiennes a diminué sensiblement à la suite de la baisse continuelle des cours des matières premières. En conséquence, après avoir plafonné au dernier trimestre de 1974, la valeur des exportations canadiennes a régressé de près de 6% au premier trimestre de l'année en cours. Les arrêts de travail qui ont paralysé les expéditions sur la côte Ouest ont été au premier trimestre une des causes du recul des exportations et affecté surtout les livraisons de grains, mais on remarque également une nette diminution des exportations vers les États-Unis, en particulier des expéditions de pétrole et de produits de l'industrie automobile. La faiblesse de l'activité économique aux États-Unis explique également que les exportations en volume de la plupart des autres produits n'aient guère augmenté ou aient même quelque peu diminué. Le niveau des exportations s'est quelque peu amélioré en avril et en mai, en partie, semble-t-il, à la faveur du règlement de conflits de travail.

La demande intérieure finale, par contre, a été exceptionnellement soutenue. De fait, après avoir légèrement baissé au dernier trimestre de 1974, la demande intérieure finale s'est accrue, en termes réels, de 1.3% au cours des trois premiers mois de 1975 (voir Graphique III), ce en dépit du recul, d'environ 25% par rapport à l'année précédente, de la dépense consacrée à la

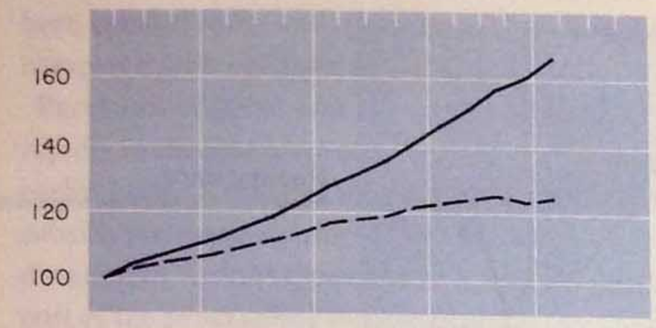
Chart III
Graphique

Seasonally

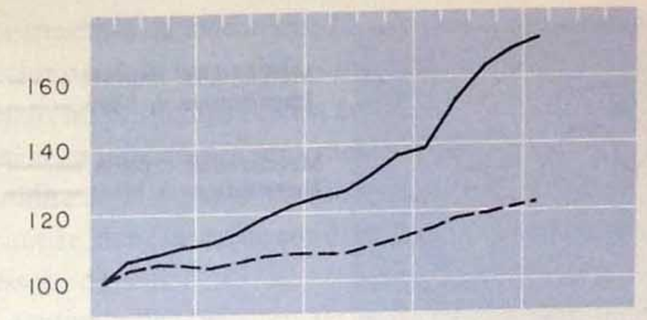
160
140
120
100
200
180
160
140
120
100
4000
3000
2000
1000
0
1000
180
160
140
120
100
1971

Chart III Major demand aggregates
Graphique III Principales composantes de la demande globale

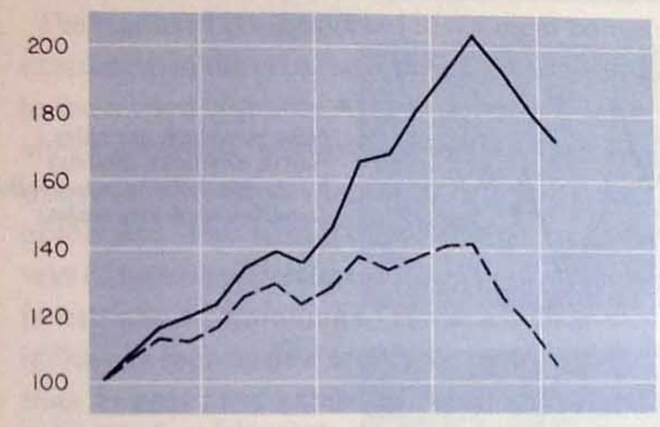
Seasonally adjusted, 1st quarter 1971 =100 **Données désaisonnalisées, 1er trimestre 1971 =100**



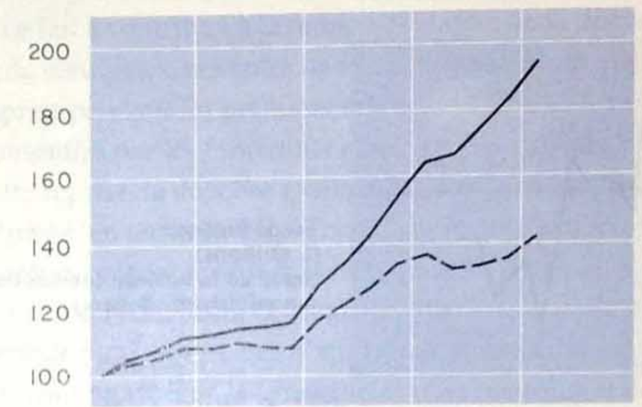
Personal consumption
Value ——
Volume - - - -
Consommation des ménages
À prix courants ——
À prix constants - - - -



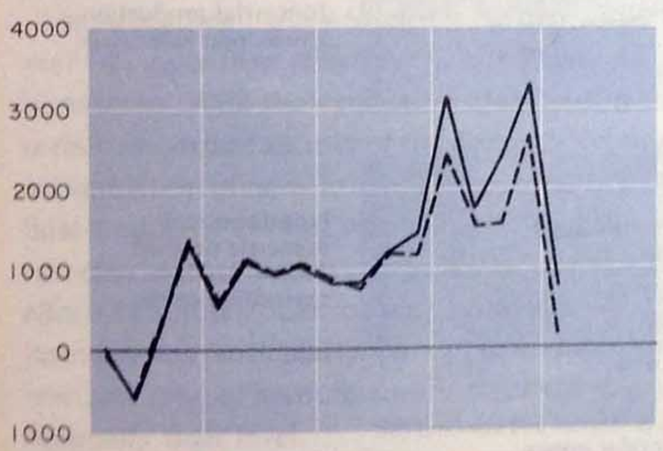
Government outlays on goods and services
Dépenses publiques en biens et en services



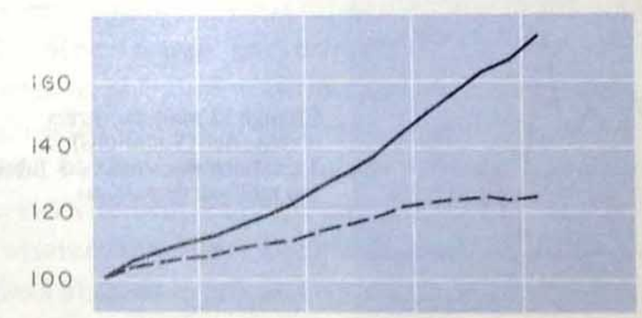
Residential construction
Construction de logements



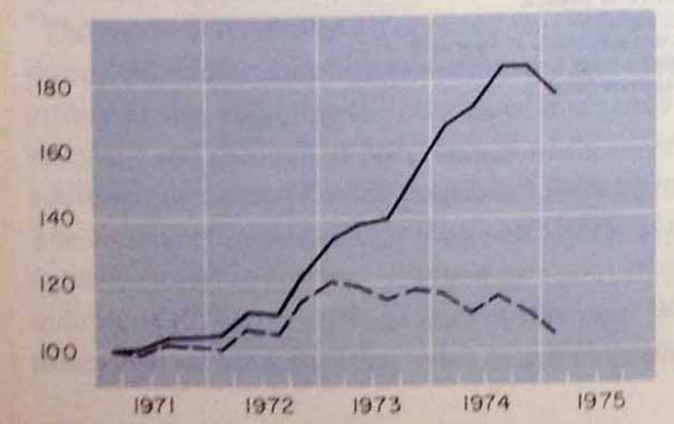
Business fixed investment
Investissements fixes des entreprises



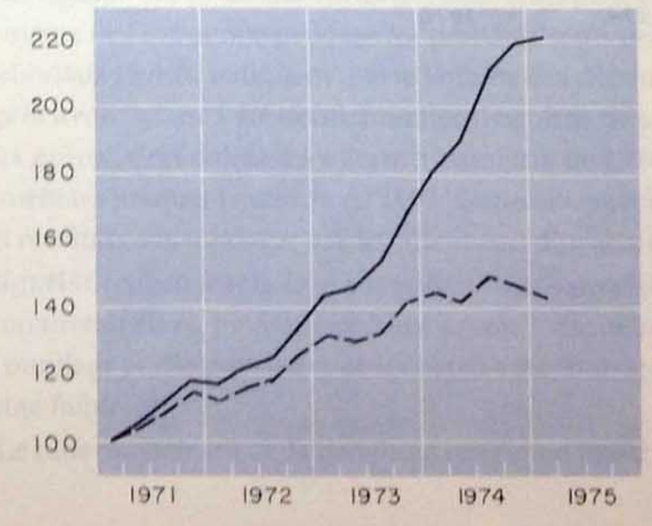
Change in non-farm inventories ($ millions)
Variation des stocks, agriculture exclue (en millions de dollars)



Final domestic demand
Demande intérieure finale



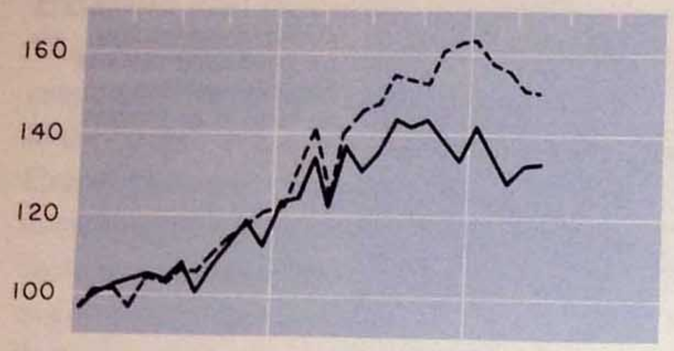
Exports of goods and services
Exportations de biens et de services



Imports of goods and services
Importations de biens et de services

Chart IV Selected monthly indicators
Graphique IV Quelques indicateurs économiques (données mensuelles)

Seasonally adjusted, 1st quarter 1973 = 100
Données désaisonnalisées, 1er trimestre 1973 = 100



Merchandise imports
Importations de biens

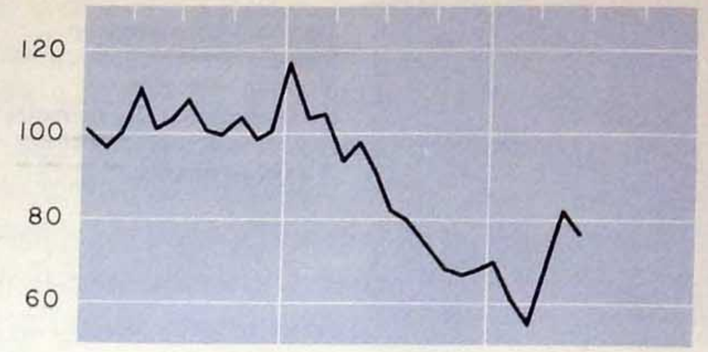
Merchandise exports
Exportations de biens



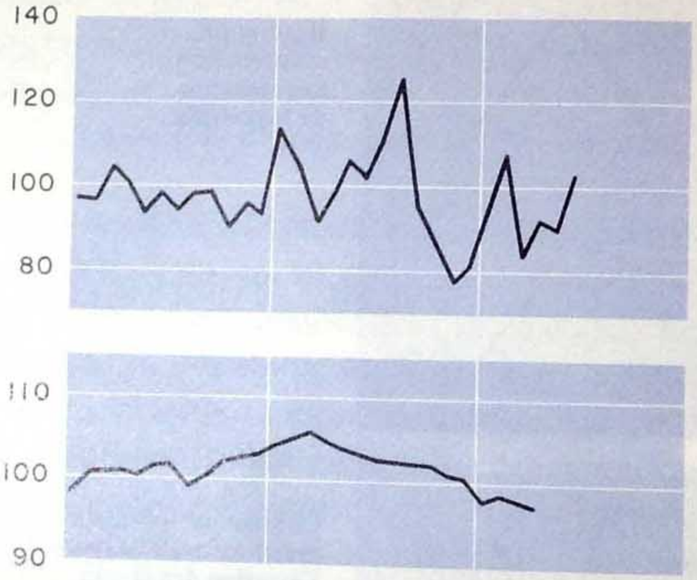
Trade balance
($ millions)
Solde de la balance commerciale (en millions de dollars)



Change in manufacturers inventories ($ millions)
Variations des stocks des fabricants (en millions de dollars)



Housing starts
Mises en chantier de logements



New passenger car sales
(north american models)
Ventes de voitures automobiles neuves (modèles nord-américains)



Industrial production
Production industrielle

Non-farm real domestic product
Produit intérieur réel, agriculture exclue

Note: The scale used for industrial production and non-farm real domestic product is double that for other indexes.

Nota: Les graphiques de la production industrielle et du produit intérieur réel, agriculture exclue, sont tracées à une échelle double de celle qui a été utilisée pour les autres indices.

been strengthening and continue to show a striking degree of resilience compared with car sales in the United States.

Purchases of goods and services by all levels of government rose less rapidly in the first quarter, although this partly reflected the timing of earlier large retroactive increases in wages and salaries. Transfer and subsidy payments continued to rise sharply, partly as a result of the indexation of various types of social security payments and the growing cost of the programme to subsidize the domestic price of imported oil.

The vigour of business fixed investment continued to be a major source of strength in the economy during the early months of 1975. According to the revised National Accounts, the volume of investment expenditure, after a temporary setback last summer largely as a result of strikes, recovered in the final quarter of 1974 and rose strongly in the first quarter of this year. This strong start to the current year is in line with the surveys of business investment intentions which suggest that the volume of investment is continuing to run at a high level, although certain other indicators such as new orders for machinery and equipment and contract awards have exhibited some weakness.

The strengthening of final domestic demand in the first quarter of this year was more than offset by the much reduced pace of investment in inventories. With the weakening of external demand and sluggishness in certain important sectors of the domestic economy, a large involuntary accumulation of non-farm business inventories had occurred in the final months of 1974. It would appear that the marked slowing in the rate of inventory accumulation since the turn of the year largely reflects efforts to adjust stocks to the reduced level of activity. While the adjustment was particularly marked in manufacturing and at the retail level, the ratio of manufacturers' stocks to shipments remained at an unusually high level.

The weakening of over-all demand was reflected in an easing of imports during the winter. Imports of machinery and equipment remained relatively strong, reflecting the continued buoyancy of business fixed investment and the high import content of this type of expenditure. In addition purchases of crude petroleum from abroad rose substantially. The volume of imports other than petroleum, automotive products and machinery and equipment declined by about 10 per cent from the third quarter of 1974 to the first quarter of this year. With the rise in import prices also slowing, the total value of merchandise imports rose by less

construction de logements. Le nombre de mises en chantier a continué de fléchir pendant les premiers mois de l'année en cours, mais a pris un nouveau départ au printemps et s'est établi, en chiffres annuels, à 200,000 unités en mai et en juin, contre seulement 145,000 en mars. S'il y a eu augmentation du nombre de maisons unifamiliales et d'habitations multifamiliales mises en chantier, dans le cas de ces dernières, les chiffres sont pourtant restés bien au-dessous de ceux de 1973.

Le nombre de logements terminés a également diminué au cours de l'hiver, et ce fait a contribué à la faiblesse relative de la demande d'appareils ménagers et de meubles. Les ventes de voitures neuves ont enregistré une vigoureuse reprise pendant les premiers mois de 1975, en partie grâce aux ristournes consenties par les fabricants pendant une période limitée. Toutefois, malgré cette reprise, la dépense globale des ménages en biens et en services n'a pas dépassé, en termes réels, le niveau enregistré au troisième trimestre de 1974. Comme on peut le voir au Graphique IV, par la suite les ventes de voitures ont de nouveau fléchi comparativement aux hauts niveaux atteints pendant la période où les fabricants s'affairaient à accorder des rabais. Dernièrement, elles ont repris leur progression et elles continuent de faire preuve d'une fermeté remarquable par rapport au niveau des ventes atteint aux États-Unis.

Les dépenses publiques en biens et en services se sont ralenties au premier trimestre, phénomène attribuable en partie au fait que d'importantes hausses rétroactives de salaires et de traitements avaient été accordées antérieurement. Les paiements de transfert et les subventions ont continué de progresser vivement, en partie par suite de l'indexation de diverses prestations d'assurance sociale et du coût croissant du programme de subventions destinées à abaisser le prix au Canada du pétrole importé.

La vigueur des investissements fixes des entreprises est demeurée l'un des moteurs de l'économie pendant les premiers mois de 1975. Les comptes nationaux révisés indiquent que le volume des dépenses d'investissement, après avoir accusé l'été dernier un fléchissement de courte durée attribuable aux grèves, s'est redressé au dernier trimestre de 1974, pour s'accroître fortement au premier trimestre de 1975. Cette vive reprise est venue confirmer les résultats des sondages sur les intentions d'investissement des entreprises, lesquels donnent à penser que le volume des immobilisations s'établit toujours à un niveau élevé, bien que certains autres indicateurs tels que les commandes d'outillage et d'équipement et les octrois de contrats manifestent une certaine faiblesse.

Le raffermissement de la demande intérieure finale au premier trimestre de

than one per cent in the first quarter and in April and May it declined significantly.

The combination of a marked weakening of exports and continued strength in some areas of import demand resulted in a further substantial deterioration in our foreign trade balance; the trade account swung from a small deficit in the fourth quarter of 1974 to one of over $2 billion (at annual rates) in the first quarter of 1975. The very different behaviour of the automobile markets in Canada and the United States led to a particularly large unfavourable trade balance for Canada on automotive products. There was also a pronounced movement into deficit on energy products. Together with a continuing large deficit of about $4 billion on services and transfers, the adverse balance on merchandise trade resulted in an over-all current account deficit of more than $6 billion (annual rates) in the first quarter. With the modest firming of exports and a decline in imports, the trade deficit showed a considerable improvement in April and May, moving into approximate balance for the two-month period.

Output and employment

Output continued to slacken during the early months of this year and by April non-farm real domestic product had fallen nearly 3 per cent below the peak reached in March 1974*. The decline remained concentrated in the goods producing industries. Industrial production in April was 6 per cent below the year earlier level with much of the decline associated with a weakening of activity in export-oriented industries (see Chart IV). Activity in the construction industry was also sharply lower, reflecting the slump in housebuilding. In contrast output in the service industries, though affected by strikes in the late winter and by the reduced level of activity in the economy, has nevertheless been well maintained.

With the continued strong pace of investment resulting in further substantial additions to capacity, the decline in output has been accompanied by a marked widening in the margin of unused capacity. As can be seen in Chart V, the estimated average operating rate in the non-farm goods producing sector, after reaching a very high level in early 1974, has fallen sharply and by the first quarter of 1975 this measure was lower than at any time since 1962.

Initially the drop in output had been mainly reflected in a decline in

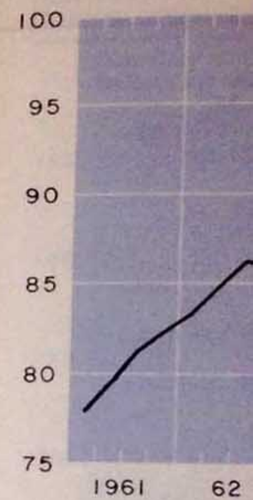
*Revised data on real domestic product will not be available until later this year; as a result the figures do not reflect the recent revisions to the National Accounts.

l'année en cours a été plus que compensé par le vif ralentissement de la formation des stocks. L'affaiblissement de la demande extérieure et la lourdeur de certains secteurs importants de l'économie avaient donné lieu au cours des derniers mois de 1974 à une considérable accumulation non voulue des stocks des entreprises non agricoles. Il semble que le ralentissement marqué du rythme de formation des stocks enregistré depuis le début de l'année résulte dans une large mesure des efforts déployés pour ajuster les stocks à l'allure réduite de l'activité économique. Si cet ajustement a été particulièrement prononcé au stade de la fabrication et au niveau de la vente au détail, le rapport entre les stocks des fabricants et les livraisons est, lui, demeuré exceptionnellement élevé.

L'affaiblissement de la demande globale explique la détente dans le domaine des importations observée au cours de l'hiver. Les importations de biens d'équipement sont demeurées relativement fermes, par suite de la vigueur continue des investissements fixes des entreprises et de l'importance proportionnelle des importations dans les immobilisations. De plus, les achats de pétrole brut à l'étranger ont accusé une hausse sensible. Le volume des biens importés, pétrole, produits de l'industrie automobile et biens d'équipement exclus, a diminué de près de 10% du troisième trimestre de 1974 au premier trimestre de 1975. La hausse des prix à l'importation ayant également ralenti, la valeur de l'ensemble des importations a progressé de moins de 1% au premier trimestre et accusé, aux mois d'avril et de mai, une baisse sensible.

Le recul marqué des exportations conjugué à la vigueur soutenue de certaines composantes de la demande de biens importés s'est traduit par une nouvelle dégradation sensible de notre balance commerciale; le déficit de cette dernière, qui était peu élevé au dernier trimestre de 1974, est passé, en termes annuels, à plus de 2 milliards de dollars au premier trimestre de 1975. Le comportement très différent des marchés canadien et américain de l'automobile est à l'origine de l'évolution particulièrement défavorable du poste produits de l'industrie automobile de la balance commerciale canadienne. Le solde des produits énergétiques est aussi devenu rapidement déficitaire. Ajouté au gros déficit inchangé d'environ 4 milliards de dollars des services et paiements de transfert, le solde négatif des échanges commerciaux a donné au premier trimestre un déficit global des paiements courants de plus de 6 milliards de dollars en chiffres annuels. Grâce au léger raffermissement des exportations et à une diminution des importations, la balance commerciale a marqué une amélioration considérable en avril et en mai, atteignant presque à l'équilibre pour cette période de deux mois.

Chart V
Graphique V



*For a description of this

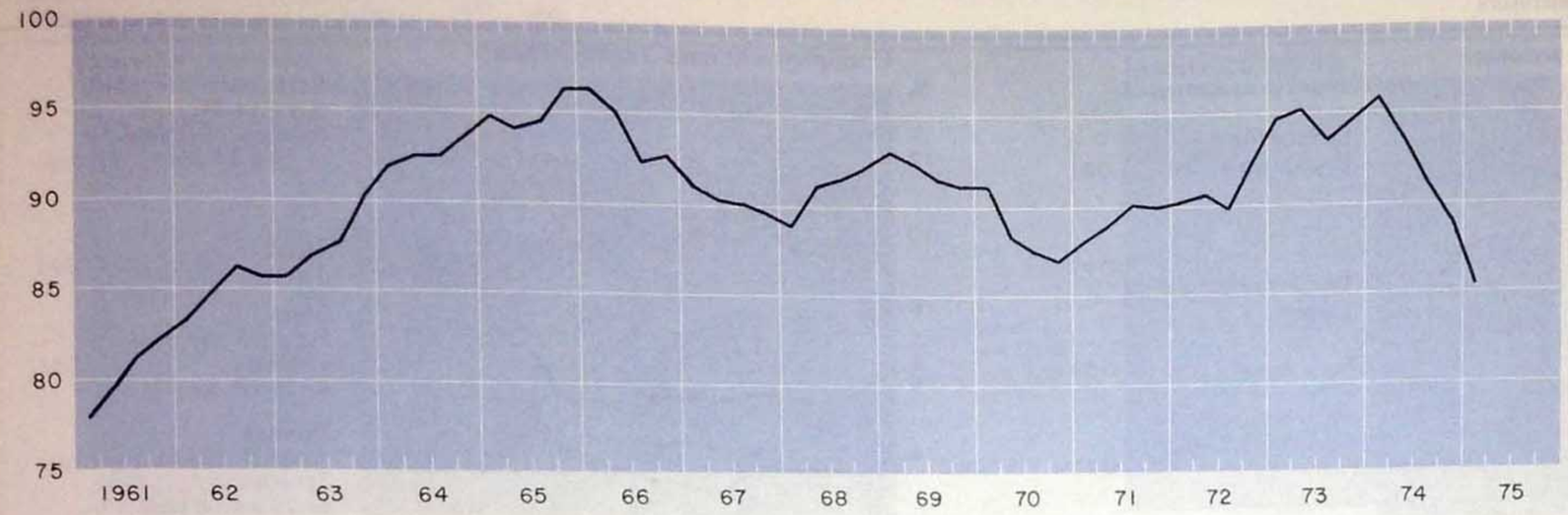
*On trouvera une descript
livraison de septembre 197

average hours wo
winter, however, t
industries was acc
employment in ser
ment remained vir
With little slacken
ment rate, which h
and 1974, rose dur
this level through t
is now slightly high
1970, it has diverge
has recently been r

Young people hav
labour market, exp
unemployment des
have also been evid
contrast employme
and there has been
difference largely re
industries, though it
relatively more wom
to maintain family i

Chart V
Rate of capacity utilization: Non-farm goods producing industries*

Graphique V
Taux d'utilisation de la capacité – Industries productrices de biens, agriculture exclue*



*For a description of this measure see: Bank of Canada Review, September 1974.

*On trouvera une description de cet instrument de mesure dans la Revue de la Banque du Canada livraison de septembre 1974.

average hours worked rather than in employment. During the past winter, however, the weakening pace of activity in the goods producing industries was accompanied by a sharp fall in employment and, though employment in service industries was well sustained, over-all employment remained virtually flat from November to May (see Chart VI). With little slackening in the growth of the labour force, the unemployment rate, which had been around 5 1/2 per cent through most of 1973 and 1974, rose during the winter to more than 7 per cent and hovered at this level through the spring. While the unemployment rate in Canada is now slightly higher than the level reached during the slowdown in 1970, it has diverged remarkably from the rate in the United States which has recently been running around 9 per cent.

Young people have been most affected by the changed situation in the labour market, experiencing both a decline in employment and increased unemployment despite reduced labour force participation; these trends have also been evident, though to a lesser extent, among adult men. In contrast employment of adult women has continued to expand rapidly and there has been a marked increase in their participation rate. This difference largely reflects the strength of job opportunities in the service industries, though it may well be that at a time of widespread lay-offs relatively more women would also be actively seeking work in an effort to maintain family income.

Production et emploi

La baisse de la production s'est poursuivie pendant les premiers mois de cette année et en avril le produit intérieur réel, agriculture exclue, avait baissé de près de 3% par rapport au sommet atteint en mars 1974*. Cette diminution est surtout le fait des industries productrices de biens. En avril, le niveau de la production industrielle était de 6% inférieur à celui de l'année précédente, la régression étant en grande partie attribuable à un ralentissement de l'activité des industries orientées vers l'exportation (voir Graphique IV). Dans l'industrie du bâtiment, l'activité a également accusé un recul considérable, lié au marasme de la construction résidentielle. En revanche, les industries de service, bien que touchées par des grèves à la fin de l'hiver et atteintes par le ralentissement conjoncturel, ont pu maintenir leur production à un niveau satisfaisant.

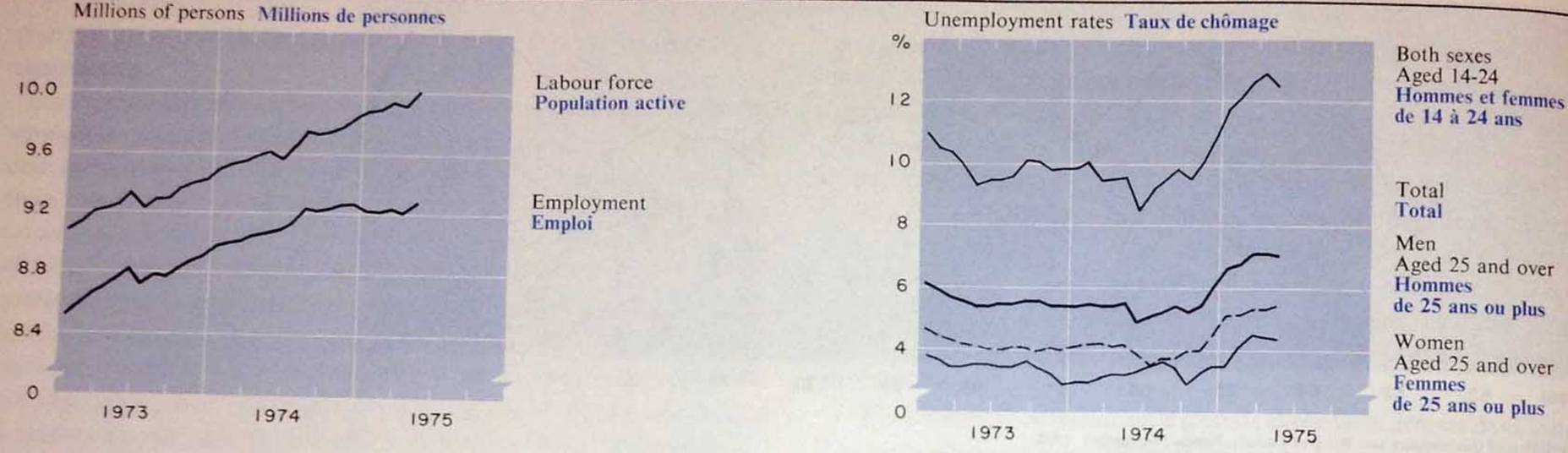
La capacité de production s'étant considérablement accrue à la faveur de l'augmentation rapide et continue des dépenses d'investissement, la baisse de la production est allée de pair avec un élargissement marqué des marges de capacité inutilisées. Comme on peut le voir au Graphique V, le taux estimatif moyen de marche des industries productrices de biens, agriculture exclue, qui

*Les données révisées du produit intérieur réel ne seront disponibles qu'au cours des prochains mois; en conséquence, les chiffres ne tiennent pas compte des récentes révisions aux comptes nationaux.

Chart VI
Graphique VI

Labour Markets
Marché du travail

Seasonally adjusted **Données désaisonnalisées**



Prices and costs

By the end of last year the decline in activity in Canada and abroad had begun to exert a moderating influence on the upward movement of prices. The easing first became apparent in commodity markets where prices turned around after mid-year (see Chart VII). However, the decline in prices for industrial raw materials since then has been relatively moderate, both in comparison with the earlier run-up and in the light of past experience. Prices of grains and other food products rose again in the late summer, reflecting continued tight supply conditions, but towards year-end they turned down with a slackening of world demand and the expectation of better crops in North America this year.

Since raw materials are only one of the factors that determine the price of finished goods and since other costs have continued to rise, the decline in commodity prices has not been reflected in a similar downturn in prices of intermediate and final goods, though domestic prices at both the wholesale and retail level have been rising less rapidly this year. In a number of areas, the reversal of commodity prices in the last half of 1974 began to show up in industry selling prices towards the end of the year and there was some slowing of the rapid rise in prices of consumer goods after the turn of the year. Despite the continued rise in processing and retailing costs the rate of increase in food prices tapered off in the early months of the year, though more recently meat prices have risen sharply again. Recent changes in some of the more important prices indexes can be seen in the table on page 18.

avait atteint un niveau très élevé au début de 1974 a dégringolé et, au premier trimestre de 1975, cet indicateur se situait au point le plus bas jamais atteint depuis 1962.

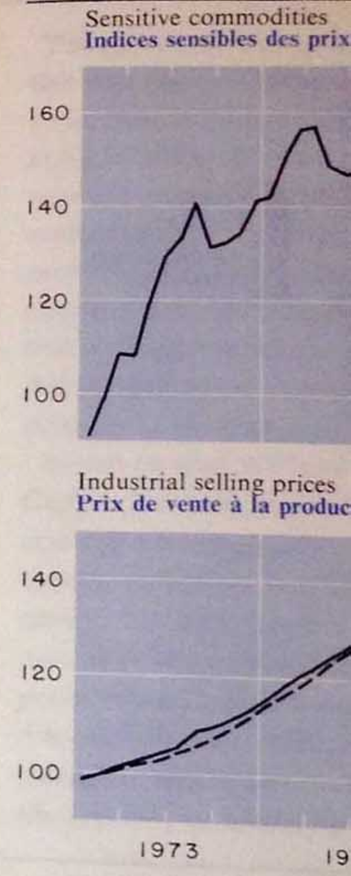
Dans un premier temps, la baisse de la production a surtout été accompagnée d'une diminution du nombre moyen d'heures de travail plutôt que d'un abaissement du niveau de l'emploi. Au cours de l'hiver dernier, toutefois, le ralentissement économique dans les industries productrices de biens y a entraîné une chute de l'emploi qui, par contre, a continué de faire preuve de vigueur dans les industries de service, de sorte que le nombre global de personnes au travail au Canada est resté pratiquement inchangé de novembre à mai (voir Graphique VI). La croissance de la population active ne s'étant guère ralentie, le taux de chômage, qui s'était établi à environ 5½% au cours de la plus grande partie de 1973 et de 1974, s'est élevé à plus de 7% au printemps et s'est maintenu à ce niveau pendant tout le printemps. Si le taux de chômage au Canada est légèrement plus élevé maintenant qu'il ne l'a été au cours de la période de ralentissement de 1970, il diffère toutefois de façon assez remarquable du taux d'environ 9% récemment enregistré aux États-Unis.

Ce sont les jeunes qui ont été le plus touchés par la nouvelle conjoncture du marché du travail: bien que leur taux d'activité ait baissé, il y en a moins qui travaillent et davantage qui chôment. Une évolution semblable, quoique moins nette, s'observe également dans le cas des adultes du sexe masculin. Par contre, le nombre de femmes adultes ayant un emploi a continué d'augmenter à un rythme rapide et le taux d'activité de ce groupe a enregistré un

Chart VII
Graphique VII

Sele
Que

Seasonally adjusted, 1st quart
Données désaisonnalisées, 1er t



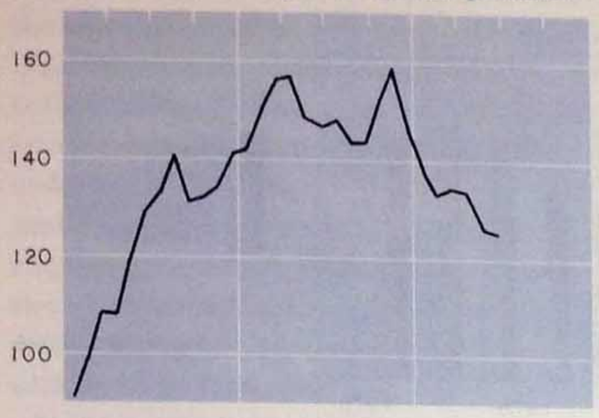
The easing of prices that
diate and final products ha
cline in most forms of entr
the decline in economic ac
pressures on costs had beg
poration profits, after sho
last year, turned around ar
6½ per cent below a year e
come, which includes capit
for inventory profits, also
Non-farm unincorporated
more moderate, adjustmer
erators declined sharply in
strikes on grain exports as
of lower prices for some pr

Chart VII
Graphique VII

Selected price measures
Quelques indices de prix

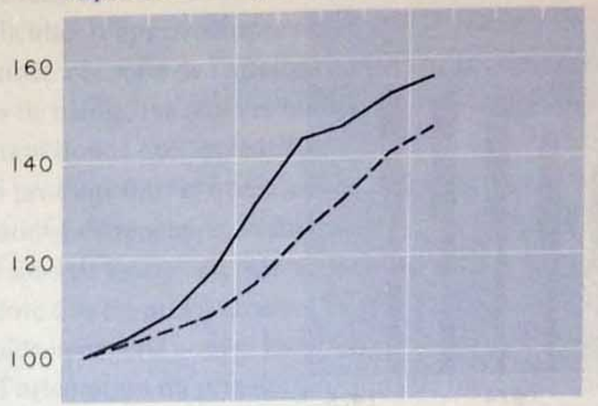
Seasonally adjusted, 1st quarter 1973 = 100
Données désaisonnalisées, 1er trimestre 1973 = 100

Sensitive commodities
Indices sensibles des prix des matières premières



The Economist index
Indice de l'*Economist*

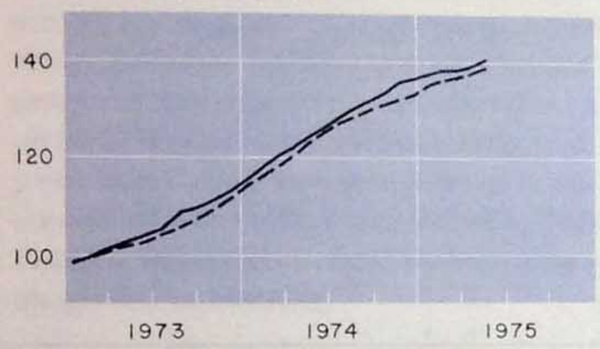
Exports and imports
Exportations et importations



Exports of goods
Exportation de biens

Imports of goods
Importations de biens

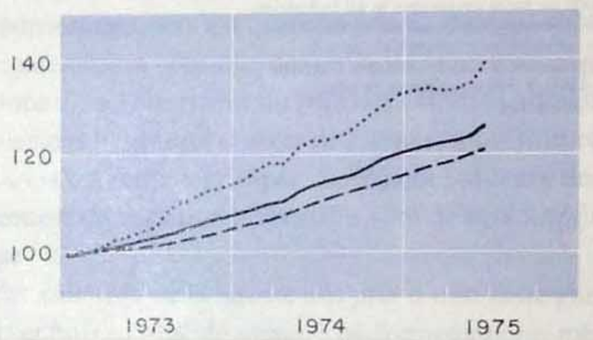
Industrial selling prices
Prix de vente à la production



Total ——
Indice global ——

Total excluding food and beverages - - - -
Indice global, produits alimentaires et boissons exclus - - - -

Consumer prices
Prix à la consommation



Food .....
Produits alimentaires .....

Total ——
Indice global ——

Total excluding food - - - -
Indice global, produits alimentaires exclus - - - -

The easing of prices that has emerged across a wide range of intermediate and final products has been accompanied by a levelling off or decline in most forms of entrepreneurial income. By the latter part of 1974 the decline in economic activity together with continuing strong upward pressures on costs had begun to exert a significant drag on profits. Corporation profits, after showing a further increase in the third quarter of last year, turned around and by the first quarter of this year were some 6½ per cent below a year earlier. A broader measure of corporate income, which includes capital consumption allowances and an adjustment for inventory profits, also showed a decline in late 1974 and early 1975. Non-farm unincorporated businesses have experienced a similar, though more moderate, adjustment in income. Net accrued income of farm operators declined sharply in the first quarter, partly reflecting the effect of strikes on grain exports as well as the continued rise in costs in the face of lower prices for some products.

net accroissement. Cette divergence est dans une large mesure imputable au dynamisme sur le plan de l'emploi dont fait preuve le secteur des services, mais indique peut-être aussi qu'aux époques où les mises à pied se multiplient, un nombre relativement plus élevé de femmes cherche activement un emploi afin d'arriver à conserver un revenu familial convenable.

Les coûts et les prix

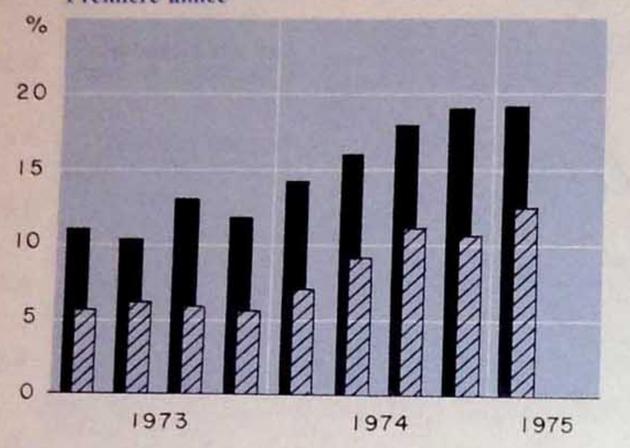
Vers la fin de l'année dernière, le ralentissement de l'activité économique au Canada et à l'étranger avait commencé à exercer une influence modératrice sur le mouvement à la hausse des prix. La détente s'est d'abord manifestée sur les marchés des matières premières, où les prix se sont mis à baisser dès le second semestre (voir Graphique VII). Cependant, la diminution du prix des matières premières industrielles a été relativement modérée depuis lors, tant par rapport à la flambée antérieure que par comparaison à l'évolution enregistrée à d'autres époques. Les grains et autres produits alimentaires ont de

Chart VIII
Graphique VIII

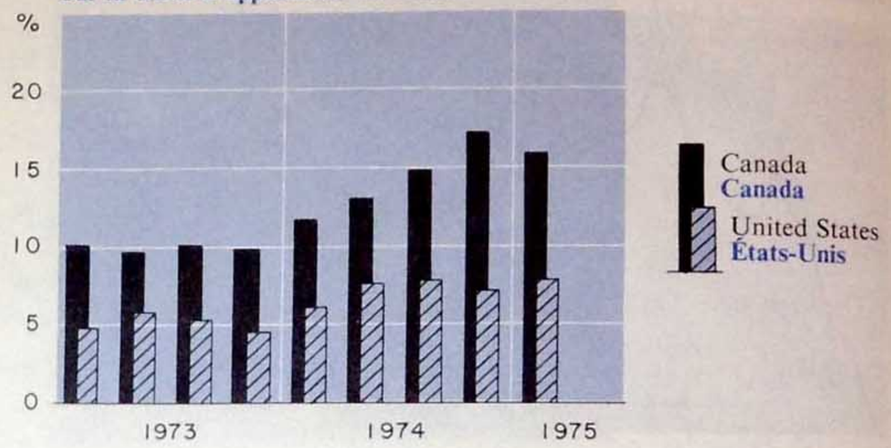
Selected costs measures: Canada and United States
Quelques indices des coûts – Canada et États-Unis

Wage settlements(1), annual percentage change
Accords salariaux(1), taux de variation annuelle

First year
Première année



Over life of contract
Sur la durée d'application du contrat

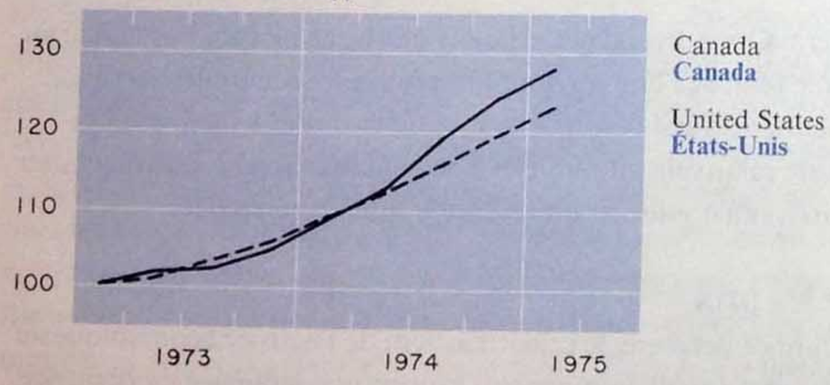


(1) Contracts settled during the quarter—in Canada by units covering 500 or more employees in all industries excluding construction, in the United States by units covering 1,000 or more employees in all industries.
(1) Conventions conclues au premier trimestre; seules ont été retenues les conventions signées par les unités de négociation représentant, pour le Canada, 500 travailleurs ou plus appartenant à tous les secteurs d'activité sauf la construction; pour les États-Unis, 1,000 travailleurs ou plus appartenant à tous les secteurs sans exception.

Income per unit of output
Revenu par unité produite

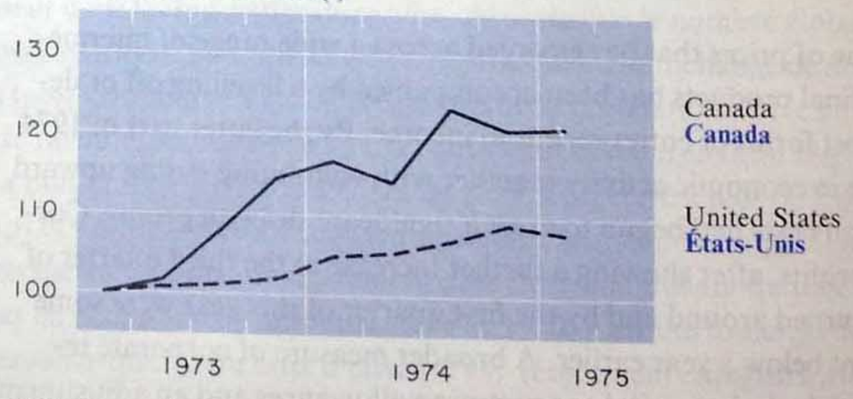
Seasonally adjusted, 1st quarter 1973 = 100
Données désaisonnalisées, 1er trimestre 1973 = 100

Wages and salaries(2)
Salaires et traitements(2)



(2) Includes supplementary labour income and military pay.
(2) Y compris les revenus complémentaires du travail et la solde des militaires.

Corporate profits(3)
Bénéfices des sociétés(3)



(3) Profits net of inventory valuation adjustment plus corporate capital consumption allowances.
(3) Déduction faite des plus-values de réévaluation des stocks et des provisions pour amortissement du capital.

The growth of labour income slowed considerably in the first quarter of this year but, to a large extent, this reflected the substantial boost to income from large retroactive payments in the final months of 1974 as well as the levelling off of employment. Since the latter part of 1973, the rate of increase in money wages – as indicated by the size of wage settlements under major contracts or by more comprehensive indicators of average earnings – has built up an unprecedented momentum. Despite the slacker employment situation, there has been little if any evidence of a moderation of wage and salary increases. With productivity showing an actual decline during the year ending with the first quarter of 1975, unit labour costs by 18 per cent, more than double the increase in the previous year.

As can be seen in Chart VIII, the average size of wage settlements in Canada has been outpacing those in the United States by a wide margin and unit labour costs have risen appreciably faster in this country. Although profits per unit of output have levelled off in both countries recently, they had risen much more sharply in Canada in 1973 and the early part of 1974 and this gap has been maintained. So far the greater cost pressures in Canada have been reflected in a fairly modest worsening of our over-all price performance relative to that of the United States, though in recent months there has been some suggestion in the data that the gap may be widening.

* * *

It is still too soon to be sure of the extent to which the major cross-currents that have been affecting the economy may now be in the process of changing. The statistical record for the second quarter is not complete either for Canada or for our major trading partners. While the strong upward pressure on costs and prices remains a serious threat to the economy, both from a domestic and a competitive point of view, the most recently available evidence does provide some grounds for a degree of cautious optimism on a number of other fronts. Externally, there are some indications that the trend of economic activity in Japan has been improving for several months now and, while the recovery in Germany has been delayed longer than anticipated, some pick-up may finally be beginning to occur. Second quarter estimates of U.S. GNP will not be available until mid-July, but it seems probable that there has been little if any further decline in output and a number of leading indicators have recently been signalling an early upturn.

nouveau accusé à la fin de l'été une hausse attribuable à la persistance des difficultés d'approvisionnement, mais sont devenus moins chers vers la fin de l'année à la suite de l'affaiblissement de la demande mondiale et à la perspective de meilleures récoltes en Amérique du Nord en 1975.

Étant donné que les matières premières ne sont qu'un des éléments du prix des produits finis et que d'autres composantes des coûts de production ont continué de renchérir, la diminution des cours des matières premières n'a pas été suivi de baisses du même ordre au niveau des produits semi-finis ou finis, encore que les prix intérieurs de gros et de détail aient augmenté moins rapidement cette année. Dans un certain nombre de secteurs, le revirement de l'orientation du prix des produits de base survenu au second semestre de 1974 a commençé à se répercuter sur les prix de vente à la production industrielle vers la fin de l'année, et le renchérissement rapide des produits de consommation s'est quelque peu atténué au début de 1975. Malgré l'augmentation continue des coûts de transformation et de distribution, le rythme d'accroissement du prix des produits alimentaires a ralenti considérablement les premiers mois de l'année, mais tout récemment le prix de la viande s'est remis à grimper. Le lecteur trouvera des données sur l'évolution récente d'un certain nombre d'indices de prix importants au tableau de la page 18.

L'atténuation de la hausse des prix d'une vaste gamme de produits semi-finis et finis a coïncidé avec un plafonnement ou même avec un effritement de la plupart des formes de revenu des entrepreneurs. Dès le second semestre de 1974, le déclin de l'activité économique et la persistance de fortes pressions à la hausse sur les coûts avaient commencé à sérieusement ronger les marges bénéficiaires. Les bénéfices des sociétés, après avoir connu une nouvelle hausse au troisième trimestre de l'année dernière, se sont orientés à la baisse et au premier trimestre de l'année en cours étaient de quelque 6½% inférieurs au niveau atteint un an plus tôt. Un autre indicateur du revenu des sociétés, qui comprend en plus des bénéfices les provisions pour amortissement du capital fixe et les ajustements de réévaluation des stocks, a également marqué un recul à la fin de 1974 et au début de 1975. Les entreprises non agricoles autres que les sociétés ont également vu leurs revenus se contracter, mais à un degré moindre. Les revenus comptables nets des agriculteurs ont diminué considérablement au premier trimestre, en partie en raison de l'effet des grèves sur les exportations de grains et à cause de la continuation de la hausse des coûts en dépit de la baisse des prix de certains produits.

It will, of course, take some time for any improvement in our foreign markets to be reflected in the demand for Canadian products, but some more favourable developments have occurred in the domestic economy during the second quarter. As mentioned earlier, housing starts improved during the spring, car sales were well sustained, and the improvement in the foreign trade balance in the first two months of the quarter suggests that there was a significant reduction in the large current account deficit. One of the major questions about the recent past and immediate future is the likely magnitude and duration of the inventory adjustment that began in the early part of this year. Also, prospects for housing activity are restrained to some extent by the rapidity with which the cost of building new rental accommodation has risen relative to rents. Some uncertainties exist as well about the future buoyancy of business investment given the trend of costs, the squeeze on profits and the margin of unused capacity. However, expressed investment intentions for this year have been strong, particularly in energy related fields, and both housing and investment have been supported by recent fiscal measures There is thus a reasonable prospect that the economy will be experiencing higher levels of demand and activity in the months ahead, though the possibility of major work stoppages represents a potential threat to the pace of recovery.

Les revenus du travail se sont accrus à un rythme nettement moins rapide au premier trimestre de cette année, mais cela s'explique en grande partie par la hausse substantielle qu'ils ont enregistré pendant les derniers mois de 1974 en raison de gros versements à effet rétroactif, ainsi que par le plafonnement de l'emploi. Depuis la seconde partie de 1973, le taux d'accroissement des salaires nominaux, démontré par l'ampleur des majorations accordées en vertu des principaux accords salariaux et par d'autres indicateurs plus complets de l'évolution des gains moyens, a acquis une vigueur sans précédent. En dépit de la détérioration du marché du travail, on ne décèle pour ainsi dire aucune tendance à la modération de la hausse des salaires et des traitements. La productivité ayant régressé en termes réels au cours de la période de 12 mois se terminant avec le premier trimestre de 1975, le coût de la main-d'œuvre par unité produite a haussé de 18%, soit à un rythme supérieur au double de celui de l'année précédente.

Comme on peut le voir au Graphique VIII, les hausses moyennes des taux de rémunération octroyées dans le cadre d'accords salariaux dépassent largement au Canada, depuis un certain temps, les majorations consenties aux États-Unis; les coûts unitaires de main-d'œuvre augmentent également bien plus rapidement dans notre pays. Les bénéfices par unité produite plafonnent ces derniers temps dans les deux pays, mais ils avaient progressé beaucoup plus rapidement au Canada en 1973 et au début de 1974 et cet écart s'est maintenu. Jusqu'ici, le fait que les pressions sur les coûts ont été plus fortes au Canada s'est traduit par une hausse des prix seulement un peu plus accentuée dans notre pays qu'aux États-Unis, mais les données relatives à ces derniers mois semblent indiquer que l'écart serait en train de s'élargir.

* * *

Il est encore trop tôt pour savoir dans quelle mesure les vents contraires qui balayent l'économie depuis quelque temps sont sur le point de se calmer. Les statistiques relatives au deuxième trimestre sont encore incomplètes, tant en ce qui concerne le Canada que ses principaux partenaires commerciaux. Bien que les pressions à la hausse sur les coûts et sur les prix constituent toujours une menace sérieuse pour l'économie, tant sur le plan du commerce intérieur que sur celui des échanges avec l'étranger, les données les plus récentes permettent d'envisager avec un optimisme prudent les perspectives d'avenir dans certains autres domaines. À l'étranger, certains indices donnent à penser que l'activité économique au Japon s'améliore depuis plusieurs mois et que si la reprise ne s'est pas amorcée aussi tôt que prévu en Allemagne, elle serait finalement sur le point de se concrétiser. Les premières

estimations du P.N.B. américain pour le deuxième trimestre ne seront connues qu'à la mi-juillet, mais l'on est déjà porté à croire que le recul de la production, si recul il y a eu, aura été négligeable; de plus, certains indicateurs précurseurs laissent présager depuis quelque temps une reprise prochaine.

Bien sûr, il s'écoulera un certain temps avant qu'une amélioration de la situation sur nos marchés extérieurs n'exerce une influence visible sur la demande de produits canadiens; toutefois, certains développements favorables sont survenus sur le plan interne au deuxième semestre. Comme nous l'avons mentionné plus tôt, les mises en chantier de logements ont progressé au printemps dernier, les ventes de voitures ont été soutenues, et l'amélioration de la balance commerciale pendant les deux premiers mois du trimestre donne à penser que l'important déficit des comptes courants a sensiblement diminué. L'ampleur et la durée de l'ajustement des stocks entrepris au début de l'année en cours constituent depuis quelque temps, et demeureront dans l'avenir immédiat, l'un des principaux sujets de préoccupation. De plus, on s'attend à ce que l'activité dans le secteur de la construction soit restreinte dans une certaine mesure du fait que le coût de la construction d'immeubles de rapport a augmenté plus rapidement que les loyers. Un certain doute plane également sur la vigueur future des investissements des entreprises étant donné la poussée des coûts, l'érosion des bénéfices et l'amenuisement des marges de capacité inutilisées. Quoi qu'il en soit, les intentions d'investissement exprimées pour l'année sont prometteuses, en particulier pour le secteur de l'énergie et pour les domaines connexes; d'autre part, la construction de logements et l'investissement ont bénéficié dernièrement d'allégements fiscaux. Il est donc raisonnable d'escompter un regain de la demande et de l'activité au cours des prochains mois, bien qu'on ne puisse exclure la possibilité que d'importants arrêts de travail ne compromettent sérieusement le rythme de la reprise.

Regional distribution of chartered bank assets and liabilities

Banks & banking

The Inspector-General of Banks has recently begun to collect statistics on the regional distribution of chartered bank total assets and liabilities and their main components. The information will be published regularly in Tables 12 and 13 of the Review beginning with this month; it supersedes the series on selected assets by province previously available in Table 17.* Data are as at quarter-end and available from the first quarter of 1974.

For the most part, assets and liabilities of residents are distributed by region on the basis of the branch at which they are booked, with foreign currency balances of non-residents allocated to a Head Office/International category. However, some important items, notably mortgages, provincial and municipal loans and securities and unsecured personal loans under credit cards are allocated by different methods. Furthermore, a number of additional items that pose difficult problems of distribution, such as deposits with the Bank of Canada and shareholders' equity, are allocated arbitrarily on the same basis as appropriate deposit liabilities. A more detailed description of the methodology used for allocating items can be found in the notes to Table 12 and 13 at the back of the Review.

The regional statistics include some new asset and liability data that have not previously been published on a Canada-wide basis. On the asset side, ordinary personal loans are disaggregated into personal plan loans, loans under bank credit cards and other loans. Personal plan loans comprise the major share of instalment loans to persons. However, loans under bank credit cards, which include all outstanding balances whether or not subject to interest charges, are growing rapidly and

*With the exception of small business loans, the series previously published in Table 17 can be maintained with the new data. Ordinary personal loans can be obtained by deducting fully secured personal loans from total personal loans. The total of ordinary personal loans agrees with that in Table 10 but differs slightly from ordinary personal loans previously published in Table 17 due to minor differences in the method of calculation.

Répartition régionale de l'actif et du passif des banques à charte

L'Inspecteur général des banques a commencé récemment à compiler des données statistiques sur la répartition géographique des principaux postes du bilan des banques à charte. Ces données seront publiées régulièrement aux Tableaux 12 et 13 de la Revue, à partir de ce mois, en remplacement de l'ancien Tableau 17* qui présentait une ventilation par province de certains avoirs des banques. Les données publiées sont arrêtées en fin de trimestre et sont disponibles à partir du premier trimestre de 1974.

En général, les avoirs et engagements des résidents sont répartis par région, selon l'emplacement de la succursale qui comptabilise les opérations en question, tandis que les comptes en devises étrangères des non-résidents figurent à la rubrique Siège social ou opérations internationales. Quelques postes importants, toutefois, notamment les prêts hypothécaires, les prêts aux provinces et aux municipalités, les titres des provinces et des municipalités, les prêts personnels non garantis octroyés sur cartes de crédit sont ventilés suivant d'autres méthodes. En outre, un certain nombre de postes, tels que les dépôts à la Banque du Canada et l'avoir propre des actionnaires, dont la ventilation pose d'épineux problèmes, sont répartis de façon arbitraire dans les mêmes proportions que le passif-dépôts. On trouvera une description plus détaillée des méthodes suivies pour la ventilation de ces postes dans les notes relatives aux Tableaux 12 et 13 à la fin de la Revue.

Ces statistiques régionales comprennent quelques nouvelles données qui n'étaient même pas publiées jusqu'ici pour l'ensemble du pays. À l'actif, les prêts personnels ordinaires sont subdivisés en prêts de régime personnel, en prêts sur cartes de crédit et en autres prêts. Sous la rubrique Régime personnel on trouve la majeure partie des prêts à tempérament consentis aux particuliers. On notera, toutefois, que les prêts sur cartes de crédit – ce poste

*Les nouvelles données peuvent servir pour la mise à jour des séries publiées jusqu'ici au Tableau 17, sauf en ce qui a trait aux prêts aux petites entreprises. On peut obtenir le montant des prêts personnels ordinaires en déduisant les prêts garantis de l'ensemble des prêts personnels. Le montant des prêts personnels ordinaires est le même que celui que l'on trouve au Tableau 10, mais diffère quelque peu de celui qui était publié auparavant au Tableau 17, par suite de légères différences dans les méthodes de calcul.

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

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

	Latest three months / Trois derniers mois		Same period 1974 from year earlier / Même période de 1974 par rapport à la période correspondante de 1973
	From previous quarter / Par rapport au trimestre précédent	From year earlier / Par rapport à la période correspondante de l'année précédente	
GNE PRICE DEFLATORS			
Total	7.0	11.3	12.5
Exports of goods and services	9.1	18.2	28.7
GNE excluding exports of goods and services	8.5	9.7	7.5
Final domestic demand	6.5	12.6	9.6
CONSUMER PRICE INDEX (JUNE)			
Total	8.3	10.6	10.8
Food	7.7	12.4	17.2
Total excluding food	8.3	9.9	8.4
Total excluding food and energy	8.3	10.0	7.5
INDUSTRY SELLING PRICE INDEX (MAY)			
Total	6.0	14.1	19.9
Foods and beverages	–2.3	14.1	21.7
All other	8.8	14.1	19.3
AVERAGE EARNINGS (APRIL)			
Industrial composite (weekly)	13.2	14.8	8.6
Manufacturing (hourly)	15.9	18.0	10.4
UNIT COSTS			
Labour costs per unit of output	12.6	18.0	8.9
Profits per unit of output (1)	6.2	7.4	15.4
Farm income	–53.5	–2.3	54.5
Labour costs, profits, and farm income per unit of output	7.9	14.4	11.7

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.

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

Nota : Pour les indices de déflation et pour les coûts unitaires, les données les plus récentes sont celles du 1er trimestre de 1974; pour les autres indicateurs, ce sont 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 ainsi que des provisions pour amortissement du capital.

represent an important means by which banks extend credit to the household sector. In business loans, commercial and industrial mortgages are shown separately.

On the liability side, non-personal fixed-term deposits other than bearer term notes are separated into deposits of under $100,000 and over $100,000. Bearer term notes are almost entirely denominated in amounts of $100,000 or more. The larger deposits are more heavily concentrated in central Canada, particularly Ontario, reflecting the large number of corporate headquarters in this area. Finally, personal chequing accounts have been distinguished from other demand deposits.

As outlined generally in the note on 'The Provincial Distribution of Certain Chartered Bank Assets' in the November 1972 issue of the Review, there are a number of pitfalls in using data of this sort to measure the extent to which chartered banks raise and make available funds in different areas of the country. For instance, funds obtained by corporations with operations in more than one province may not be used in the same region in which they are booked; (similarly, funds may not derive from the same area in which they are deposited;) the demand for bank services varies among regions reflecting economic differences as well as the extent to which similar services are provided by other financial institutions and the relative demand for credit by provincial and municipal governments is affected by the borrowing arrangements particular to each province.

comprenant l'encours de tous les comptes, qu'ils soient ou non productifs d'intérêt – augmentent rapidement et constituent pour les banques un important moyen d'octroi de crédit au secteur des ménages. Au chapitre des prêts aux entreprises, une colonne spéciale est réservée aux prêts hypothécaires commerciaux et industriels.

Au passif du bilan, les dépôts non personnels à terme fixe autres que les billets à terme au porteur sont subdivisés en dépôts de moins de 100,000 dollars et en dépôts de 100,000 dollars et plus. Les billets à terme au porteur sont presque tous de 100,000 dollars ou plus. Les gros dépôts se trouvent surtout dans la région centrale du Canada, particulièrement en Ontario, du fait qu'un grand nombre de sociétés y ont leur siège social. Signalons enfin que les comptes de chèques personnels sont séparés des autres dépôts à vue.

Comme nous l'avions mentionné dans le bref article sur *La répartition par province de certains avoirs des banques à charte* publié dans la livraison de novembre 1972 de la Revue, l'utilisation de données statistiques de cette nature pour déterminer la mesure dans laquelle les banques à charte recueillent des fonds et accordent des prêts dans les différentes régions du pays est une opération qui comporte un certain nombre d'embûches. Par exemple, le crédit obtenu par des sociétés qui sont actives dans plus d'une province n'est pas nécessairement utilisé dans la région où il est comptabilisé (de même, des fonds peuvent provenir d'une région autre que celle où ils sont déposés); la demande de services bancaires varie suivant les régions et s'explique tant par des différences d'ordre économique que par la mesure dans laquelle des services semblables peuvent être fournis dans certaines régions par d'autres institutions financières, et la demande relative de crédit des provinces et des municipalités est influencée par la méthode de financement propre à chaque province.

Highlights of the OECD Economic Outlook

The Organization 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 Organization. Since developments in the OECD area are relevant to Canada's economic prospects, highlights from these reports have been presented from time to time in the Bank of Canada Review. This is being done again for the current issue†, which discusses the prospects for economic recovery in the period ahead and thus is of particular interest. The following article focusses primarily on those sections of the report that discuss the outlook for demand, output and prices and for trade and current account balances of member countries through the first half of 1976. Other sections of the Outlook discuss international monetary developments, the financing of current account deficits in 1974 and the external position of non-oil developing countries, as well as detailed developments in the seven major OECD countries‡. The report also contains two special sections: in the one, possible problems of financing prospective large budgetary deficits in a number of countries are discussed; in the other, the analysis published last year on the effect of developments in the major oil exporting countries on the combined OECD current account is reviewed and extended to include tentative projections for 1985.*

"The last six to nine months have seen a marked easing of inflation but also the sharpest decline in output and the highest unemployment since World War II." This is how the latest OECD *Economic Outlook* begins its assessment of the economic situation in member countries; it goes on to

*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. 17, July 1975; available in English and French versions from Information Canada; price $5.00 a copy.

‡The seven major OECD countries are: Canada, the United States, Japan, France, Germany, Italy and the United Kingdom.

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

L'Organisation de Coopération et de Développement Économiques (O.C.D.E.) publie deux fois par an une analyse des tendances et des perspectives économiques dans les pays membres. L'étude intitulée Perspectives économiques de l'O.C.D.E., rédigée par le Secrétariat, est publiée sous la responsabilité du Secrétaire général de l'Organisation. Comme le cours des événements dans les pays membres de l'O.C.D.E. influence les perspectives économiques au Canada, nous présentons de temps à autre dans la Revue de la Banque du Canada des extraits de cette publication. La dernière livraison†, que nous étudions ci-après, traite des perspectives de reprise économique et mérite donc une attention toute particulière. Dans cet article, nous analyserons surtout les parties du rapport consacrées aux perspectives d'évolution jusqu'au milieu de l'année 1976 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 l'évolution monétaire internationale, le financement des déficits des paiements courants en 1974 ainsi que la situation en matière de balance des paiements des pays en développement non producteurs de pétrole et examinent en détail l'évolution dans les sept grands pays de l'O.C.D.E.‡ Le rapport comprend également deux chapitres spéciaux: le premier est consacré aux problèmes pouvant découler du financement des gros déficits budgétaires prévus dans un certain nombre de pays; le second, d'une part, constitue une révision de l'analyse, publiée l'an dernier, de l'incidence que l'évolution dans les principaux pays exportateurs de pétrole a sur la balance courante globale des pays de l'O.C.D.E. et, d'autre part, comporte des projections indicatives pour 1985.*

*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° 17, juillet 1975; versions française et anglaise en vente à Information Canada à $5 l'exemplaire.

‡Canada, États-Unis, Japon, France, République Fédérale d'Allemagne, Italie et Royaume-Uni.

suggest that "with the fall in activity levelling off in the second quarter and many countries having shifted the stance of demand management policy, the OECD area seems poised for a moderate recovery of output over the next 12 months."

The report points out that the present recession, the most serious since the war, "is remarkable not only for its length and depth . . . but also for its widespread nature . . ." In terms of foregone output, the cost of the recession is illustrated by " . . . the estimate that, in the 18 months from the second half of 1973, GNP probably fell by about 7½ per cent in the United States and virtually stagnated in the rest of the area taken together, compared with typical past rates of *increase* over an 18–month period of around 6% and 9½% respectively" (see Chart I).

The forecasts presented assume that there will be some restoration of business and consumer confidence which "will allow the benefits from policies and lower inflation to be realized as from the second half of this year." Thus increases in real GNP are envisaged " . . . in all the largest OECD economies except the United Kingdom and Italy in the second half of 1975, continuing into the first half of 1976." "The recovery of output may, however, be modest, by past standards, and that of final domestic demand even more hesitant." For the seven major countries combined, final domestic demand in volume terms "might be increasing at a rate of about 3½ per cent in the first half of next year, with stock-building assumed to be adding a further 1 per cent to GNP." The report notes that "the speed of the upturn . . . would probably be consistent with some further increase of unemployment to start with and little if any reduction over the rest of the period to mid-1976."

On the prices front, the report points out that the recession has contributed to a distinct moderation of the rate of inflation in recent months. "There has also been a modest slow-down of underlying wage increases . . . " However, on both counts, the extent of the improvement differs markedly among countries. According to the Secretariat, "the prospects for a further substantial calming-down of inflationary pressures are not, at present, very promising," even though it is likely that there will be some further increase in the margin of slack. "Falling basic food prices, if conveyed to the retail level, could help in some countries. And pressure on unit labour costs should ease as productivity rises. But in a number of countries such pressure may remain heavy because of further sharp increases in nominal wages." In addition, "there may not be any significant further easing of industrial material prices." Thus the

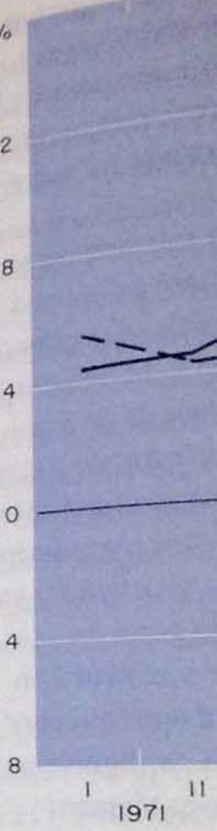
«Les six ou neuf derniers mois ont vu une nette atténuation de l'inflation mais aussi la plus forte baisse de la production et les taux de chômage les plus élevés qui aient été enregistrés depuis la Deuxième Guerre mondiale.» Ainsi débute, dans le dernier numéro des *Perspectives économiques de l'*O.C.D.E., l'évaluation de la conjoncture économique dans les pays membres. Les auteurs estiment que «le fléchissement de l'activité ayant marqué un palier au deuxième trimestre, et bon nombre de pays ayant réorienté leur politique de régulation de la demande, la zone de l'O.C.D.E. semble en position d'enregistrer une reprise modérée de sa production au cours des douze prochains mois».

Le rapport souligne que la récession actuelle, la plus grave jamais observée depuis la guerre, «se distingue non seulement par sa durée et son ampleur... mais aussi par son caractère généralisé». «On peut se faire une idée de ce qu'aura coûté la récession en termes de perte de production d'après l'estimation selon laquelle, au cours des dix-huit mois qui ont commencé au début du second semestre de 1973, le P.N.B. a probablement baissé d'environ 7½% aux États-Unis et pratiquement stagné dans l'ensemble des autres pays de la zone, alors que les taux d'*accroissement* habituels au cours d'une période de dix-huit mois étaient dans le passé d'environ 6% et 9½% respectivement.» (Voir Graphique I.)

Les prévisions présentées sont fondées sur l'hypothèse qu'un certain rétablissement de la confiance tant chez les entreprises que chez les consommateurs « ... permettra de voir se concrétiser, à compter du deuxième semestre de l'année en cours, les avantages qui devraient découler des mesures de politique économique et du ralentissement de l'inflation». Ainsi, on envisage des augmentations du P.N.B. réel « ... dans tous les grands pays de l'O.C.D.E., sauf le Royaume-Uni et l'Italie, au second semestre de 1975, augmentations qui se poursuivraient dans la première moitié de 1976». «Il se pourrait toutefois que la reprise de la production soit modeste, par rapport aux normes passées, et que celle de la demande intérieure finale soit encore plus hésitante.» Dans l'ensemble des sept grands pays, la demande intérieure finale, en volume, «pourrait progresser à un taux d'environ 3½% au cours du premier semestre de l'année prochaine, la formation de stocks devant, selon les prévisions, ajouter 1% de plus au P.N.B.». L'étude souligne que «l'allure de l'essor escompté... n'exclut sans doute pas que le chômage marque encore une légère augmentation au début de la phase de reprise et ne se réduise pas sensiblement (si tant est qu'il diminue) pendant le reste de la période allant jusqu'au milieu de 1976».

Du côté des prix, le rapport fait remarquer que la récession a contribué à provoquer une nette atténuation de l'inflation au cours des derniers mois.

Chart I
Graphique I
Percentage change fr
Taux de variation sa



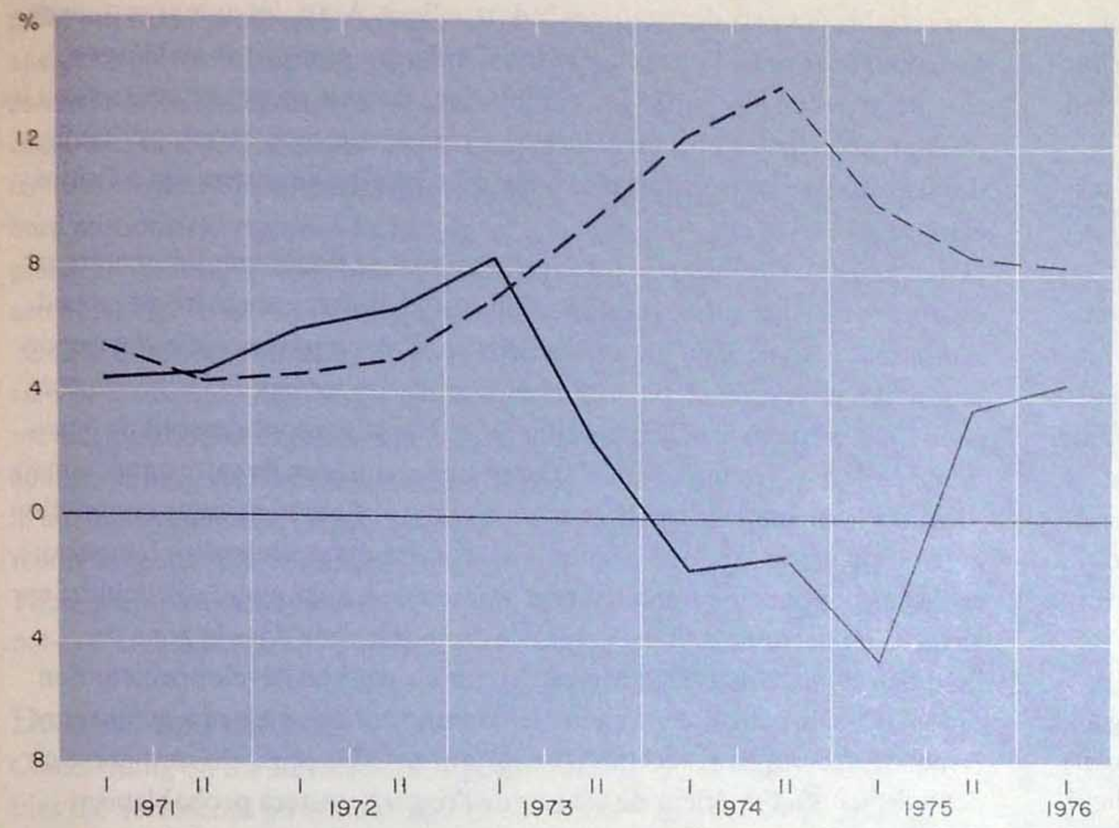
*Includes Canada, the U
Source: OECD, chart prep

report suggests t
could level off "
the countries wit
flation rate of ab
scale."

Turning to inte
deficit of over $3
decline of OECD
kept the area's c
in the first half o
dividual countri
viewed as only t

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.

report suggests that, for the OECD area as a whole, the inflation rate could level off "... at around 8 per cent in 1975, ... Within this average, the countries with the least good performance might still have an inflation rate of about three times that of those at the other end of the scale."

Turning to international developments, the report notes that, after a deficit of over $35 billion in the second half of last year, "the recent real decline of OECD imports, and the terms of trade improvement, may have kept the area's combined current deficit below $5 billion (annual rate) in the first half of this year – but, ... with large contrasts between individual countries." However the unexpectedly sharp contraction is viewed as only temporary and "the deficit may now grow again to about

«Il s'est également produit un ralentissement modéré de la hausse tendantielle des salaires ...» Toutefois, dans un cas comme dans l'autre, l'amélioration est très différente dans les pays en question. Selon le Secrétariat, «les perspectives actuelles ne laissent guère espérer que les pressions inflationnistes pourront encore sensiblement s'atténuer», même si les marges de capacité inutilisées paraissent devoir continuer à augmenter un peu. «La baisse des prix alimentaires de base, si elle est répercutée au stade du détail, pourrait contribuer à améliorer la situation dans certains pays. Et les pressions sur les coûts unitaires de main-d'œuvre devraient s'alléger à mesure que la productivité augmente. Mais dans un certain nombre de pays, ces pressions resteront peut-être fortes en raison de nouvelles augmentations substantielles des salaires nominaux.» En outre, «il n'y aura peut-être pas de nouvelle détente

$25 billion, the recovery of OECD demand coinciding with the need of non-oil developing countries to bring their imports down more into line with their export revenues." Moreover "the pattern of payments within OECD is likely to remain uneven."

In considering whether present policies are sufficient to generate a sustained expansion the report notes that "past experience would suggest that the upswing expected for the next 12 months would strengthen thereafter." But, as is discussed in more detail in the following section, the near-term recovery depicted in the report "is so weak that there must be some doubt whether – on the basis of present policies – it will prove self-sustaining." Some countries, such as the United Kingdom, Italy and a number of smaller countries, ". . . are in so weak a position as regards inflation and the balance of payments that they *cannot* be among the leaders in the upswing." "But it is, of course, very important that domestic demand in the stronger countries should . . . now recover." However "a particular element of uncertainty in judging whether action taken is of approximately the right strength lies in the profoundly changed circumstances in which OECD economies are now operating and, particularly, the unknown effects of high inflation rates and low activity levels on the responses of consumers and business to traditional policy instruments." The report points out that ". . . it would probably be a mistake to try to force OECD economies to turn around faster than is envisaged in the present forecasts in the hope of accelerating the return to high employment conditions."

Although the forecasts in the report extend only to mid-1976, there is some discussion of the prospects for later 1976 or 1977 on the assumption that the recovery will by then be firmly established. "Two crucial questions in this connection concern the subsequent course of inflation and the extent to which unemployment will be reabsorbed." In relation to inflation, the Secretariat notes that "while there may be some risk that the immediate recovery could turn out slower than forecast, the balance of risks later in the upswing could be on the upside." "There are perhaps grounds for a certain optimism that the 1972-73 experience will not be repeated on this occasion." But the report warns that ". . . there is clearly likely to be a later phase of the boom where most or all countries are expanding . . . The danger is that at that stage expansion would become over-rapid, with the attendant risk that the hard-won progress in reducing inflation would be frittered away." The report goes on to

appréciable des prix des matières industrielles». Ainsi, les auteurs estiment que, pour la zone de l'O.C.D.E., le taux d'inflation pourrait se stabiliser « ... aux alentours de 8% en 1975 ... À l'intérieur de cette moyenne, les pays où les résultats seraient les plus médiocres pourraient toujours enregistrer un taux d'inflation environ trois fois plus élevé que ceux qui se situeraient à l'autre extrême».

Passant à l'évolution sur le plan international, le document fait remarquer qu'après un déficit supérieur à 35 milliards de dollars enregistré au second semestre de l'an dernier, «la récente diminution, en termes réels, des importations des pays de l'O.C.D.E. et l'amélioration des termes de l'échange ont peut-être maintenu le déficit courant global de la zone au-dessous de 5 milliards de dollars (en taux annuels) au premier semestre de cette année – mais, ... avec d'importantes disparités entre les pays». Toutefois, cette contraction d'une vigueur inattendue est considérée comme étant seulement temporaire, et «le déficit pourrait maintenant recommencer à augmenter et atteindre environ 25 milliards de dollars, la reprise de la demande dans la zone de l'O.C.D.E. coïncidant avec la nécessité pour les pays en développement non producteurs de pétrole de ramener leurs importations à un niveau qui corresponde mieux à leurs recettes d'exportations». De plus, «la configuration des paiements à l'intérieur de la zone de l'O.C.D.E. restera probablement inégale».

Abordant la question de savoir si les politiques actuelles sont en mesure de provoquer une expansion soutenue, le rapport remarque que «l'expérience passée laisse penser que la reprise prévue pour les douze prochains mois s'accentuerait ensuite». Mais, ainsi qu'il est expliqué plus en détail dans la section suivante, le redressement envisagé pour le proche avenir «est si faible que l'on est contraint de se demander si – sur la base des politiques suivies actuellement – il pourra se maintenir durablement». Quelques pays, dont le Royaume-Uni, l'Italie et un certain nombre de petits pays, « ... se trouvent dans une position si faible du point de vue de l'inflation et de la balance des paiements qu'ils ne *peuvent pas* être à la tête du mouvement de reprise». «Mais il est naturellement très important que, dans les pays dont la position est la plus forte, la demande ... amorce maintenant une reprise». Toutefois, «un élément particulier d'incertitude qui empêche effectivement d'apprécier si les mesures prises ont à peu près la vigueur requise, tient aux conditions tout à fait nouvelles dans lesquelles les économies des pays de l'O.C.D.E. fonctionnent maintenant et notamment aux effets mal connus de taux élevés d'inflation et de faibles niveaux d'activité sur les réactions des consommateurs et

point out that "progr
and price performanc
countries with less su
disparities in inflatio
ferences in recent pri
been particularly vig
policies to restrain pr
acted less vigorously

On the question of
view of the current h
preventing another e
ficulties in fully reab
in unemployment ca
report suggests that
Thus, unemploymen
policies were buttres

Demand and ou

Commenting on the
tries the Secretariat
much greater than h
for failure to catch t
ultaneous lagged eff
the oil price increase
tries, . . ." Thus, "th
thought at the time
1974, is now estimat
cent. Output was ex
year; it may in fact
(see Table I on page

The report points
cyclical episodes, ha
a sharp downturn i
and housing; dema
erate the overall dec
tude of the recessio
movements which
As a result of the c

point out that "progress towards a more satisfactory medium-term cost and price performance may depend very heavily on the ability of the countries with less successful recent records to reduce the current sharp disparities in inflation rates." In this connection it notes that "the differences in recent price performance between the countries which have been particularly vigorous in the use of demand restraint and/or broader policies to restrain prices and incomes, and the countries which have acted less vigorously in this respect, have, indeed, been striking."

On the question of unemployment the Secretariat comments that, in view of the current high levels of unemployment and the strategies for preventing another explosion of inflation, there could be "serious difficulties in fully reabsorbing unemployment, . . ." While recent increases in unemployment can largely be attributed to cyclical developments, the report suggests that 'structural' unemployment may also be higher. Thus, unemployment may remain unacceptably high "unless general policies were buttressed by more selective measures."

Demand and output

Commenting on the seriousness of the present recession in OECD countries the Secretariat points out that the severity of the downturn has been much greater than had been generally expected. "The over-riding reason for failure to catch the decline was perhaps underestimation of the simultaneous lagged effects of restrictive policies and the external shock of the oil price increase, factors acting concurrently in virtually all countries, . . ." Thus, "the combined GNP of the major countries, which was thought at the time to have increased marginally in the second half of 1974, is now estimated to have fallen, at an annual rate, by over 1 per cent. Output was expected to continue stagnating in the first half of this year; it may in fact have fallen at an annual rate of about 5 per cent." (see Table I on page 8).

The report points out that "the present downturn, unlike previous cyclical episodes, has been consumer-led." It began last year ". . . with a sharp downturn in final domestic demand, led by private consumption and housing; demand from outside the area helped, for a time, to moderate the overall decline" but in the first half of this year ". . . the amplitude of the recession became greatly magnified by negative inventory movements which probably accounted for four-fifths of the GNP drop." As a result of the continued weakening of activity, labour markets dete-

des entreprises aux instruments d'action traditionnels». Les auteurs sont d'avis que « ... ce serait probablement une erreur d'essayer de contraindre les économies des pays de l'O.C.D.E. à se redresser plus vite que ne l'envisagent les présentes prévisions, dans l'espoir d'accélérer le retour à des conditions d'emploi plus satisfaisantes».

Bien que les prévisions présentées dans l'étude ne couvrent que la période allant jusqu'au milieu de 1976, il y est également question des perspectives pour les mois suivants de 1976 et pour 1977, lesquelles reposent sur l'hypothèse que, à cette époque, la reprise reposera déjà sur des bases fermes. «Deux questions cruciales à cet égard concernent l'évolution subséquente de l'inflation et la mesure dans laquelle le chômage sera résorbé.» En ce qui concerne l'inflation, le Secrétariat remarque que «s'il peut y avoir quelque danger que dans l'immédiat la reprise se révèle plus lente que prévue, elle risque par la suite d'être au contraire plus rapide qu'on ne l'envisage». «On a peut-être des raisons de penser avec un certain optimisme que ce qui s'est passé en 1972-73 ne se répétera pas cette fois-ci.» Suit une mise en garde formulée en ces termes: « ... il semble en tout état de cause probable que, dans une phase ultérieure de la reprise, la plupart ou la totalité des pays seront en expansion ... Le danger est qu'à ce stade, l'expansion prenne une allure trop rapide avec le risque de voir s'effriter les résultats durement acquis des efforts déployés pour réduire l'inflation». Le rapport observe ensuite que «des progrès vers une tenue plus satisfaisante des coûts et des prix à moyen terme pourraient dépendre très largement de l'aptitude des pays où les résultats ont été récemment les moins bons, à réduire les fortes disparités actuelles des taux d'inflation». «Le fait est que l'on a constaté des différences frappantes dans l'évolution récente des prix entre les pays qui ont fait un usage particulièrement énergique de mesures de restriction de la demande et/ou de mesures de plus large portée pour limiter la hausse des prix et des revenus et ceux qui ont agi moins vigoureusement à cet égard.»

Au sujet du chômage, le Secrétariat pense que compte tenu des niveaux élevés observés actuellement et des stratégies utilisées pour la prévention d'une nouvelle flambée inflationniste, «il pourrait ... y avoir de sérieuses difficultés à résorber entièrement le chômage ... » Si les augmentations qu'il a enregistrées récemment peuvent être en grande partie attribuées à l'évolution conjoncturelle, il se peut que le chômage «structurel» soit aussi plus élevé que précédemment. Ainsi, le chômage «pourrait demeurer à des niveaux inacceptables si les politiques générales ne sont pas [étayées] par des mesures de caractère plus sélectif».

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 1971-72 / Moyenne 1959-60 à 1971-72	From previous year / Par rapport à l'année précédente			From previous half-year / Par rapport au semestre précédent					
		1973 / 1973	1974 / 1974	1975 / 1975	1974 / 1974		1975 / 1975		1976 / 1976	
					I / I	II / II	I / I	II / II	I / I	
Canada	5.0	6.9	2.8	– ¼	3.3	–0.5	–2¾	5½	5¼	Canada
United States	4.1	5.9	–2.1	–3¾	–3.4	–3.7	–8	5	5¼	États-Unis
Japan	11.0	9.9	–1.8	1½	–5.8	3.1	–1	5	6	Japon
France*	5.8	6.5	3.9	1	4.3	2.5	0	1½	2	France*
Germany	4.9	5.3	0.4	–2	0.9	–1.7	–4½	3	4	Allemagne
Italy*	5.5	6.3	3.4	–2¾	6.0	–7.0	–1½	–1½	½	Italie*
United Kingdom*	3.1	5.2	–0.2	½	–3.0	5.4	0	–2¾	1¼	Royaume-Uni*
Total of above countries†	5.5	6.5	–0.6	–1¾	–1.7	–1.3	–4¾	3½	4½	Total des pays ci-dessus†

*GDP.
†1973 weights and exchange rates.

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

riorated further: "total recorded unemployment in the area is now about 15 million, double the level at the last business cycle peak and equivalent to over 5½ per cent of the civilian labour force. Moreover, the labour market has weakened more than indicated by these figures alone; participation rates have fallen in many countries, and average hours worked have declined markedly."

Looking ahead, the Secretariat comments that "the latest available indicators suggest that the bottom of the recession has now been passed in Japan, and in the United States the various elements appear to be in place for some recovery to start around mid-year." However, it points out, ". . . at the time of writing there is little sign of recovery in most European countries, . . ." While an upturn in activity is envisaged from mid-year for most OECD countries, the report emphasizes the difficulties of forecasting the precise timing and strength of the recovery. Growth prospects differ greatly among the various demand components. The contribution of the foreign balance is expected to be minor. On the domestic front, "the run-down of unwanted inventories may in most countries still have some way to go; nevertheless it should become less depressive." Residential construction will likely strengthen ". . . given

La demande et la production

Commentant la gravité de la récession observée actuellement dans les pays de l'O.C.D.E., le Secrétariat souligne que le ralentissement de l'activité a été beaucoup plus considérable qu'il n'avait été généralement prévu. «La principale raison qui explique que l'on n'ait pas décelé le recul tient peut-être à une sous-estimation de l'ampleur des effets décalés exercés simultanément par les politiques restrictives des pouvoirs publics et [par] le choc extérieur de la hausse des prix du pétrole, deux facteurs qui agissaient simultanément dans la plupart des pays ... » Par conséquent, «on estime maintenant qu'au deuxième semestre de 1974, le P.N.B. total des grands pays de l'O.C.D.E. a diminué à une cadence annuelle supérieure à 1%, alors que les chiffres de décembre faisaient encore apparaître une légère avance. La production que l'on s'attendait à voir continuer de plafonner au premier semestre de l'année en cours, a sans doute, en fait, baissé à un rythme annuel d'environ 5%» (voir Tableau I).

L'étude indique que «contrairement à ce qui s'était passé lors des cycles précédents, c'est l'évolution de la consommation qui a amorcé la phase de récession actuelle». Cette récession a commencé l'année dernière «par un net recul de la demande intérieure finale, entraîné par la consommation privée et le secteur du logement; la demande en provenance de l'extérieur de la zone a

the relaxation of monetary policy and other measures; but weakness on the demand side may make for a slower recovery than in the past." By contrast, "the very wide margin of unused capacity and the general atmosphere of uncertainty suggest little increase in private non-residential fixed investment before 1976." Finally, in the key area of private consumption there could be a substantial increase as "real disposable incomes are being considerably increased this year by discretionary fiscal stimuli; and over the next 12 months, prices may decelerate more sharply than wages. . . . But precautionary saving could remain considerable, given the probable employment situation."

Regarding the latter, the Secretariat comments that "since average hours worked have declined sharply during the past year . . . further increases in unemployment this year seem inevitable even if activity begins to pick up as forecast from mid-year onwards." Moreover, ". . . any decrease in unemployment rates next year may be slow, with workers who are currently 'discouraged' entering or re-entering the labour force."

The report goes on to discuss in more detail the uncertainties in the outlook and the reasons for expecting the pick-up to be sluggish. "It could be that the present set of forecasts has failed to capture in full the multiplier effects resulting from the international interaction of depressed trends, . . ." Some of the smaller countries, "which managed to maintain their own levels of activity relatively well until recently, now have large deficits" and "balance of payments constraints may . . . delay the upturn in these countries longer than expected earlier."

Monetary conditions continued to ease in most OECD countries in the first half of 1975. But "the extent to which the monetary authorities have actively promoted easier conditions in financial markets differs significantly between countries and has, in general, been modest compared with the experience in earlier periods of economic downturn." Fiscal policies have generally moved towards stimulus, except in some countries with particularly difficult balance of payments positions. "However, in the present exceptionally depressed conjuncture it is more difficult than usual to evaluate the impact of these policies." The report notes that "the effectiveness of fiscal policies . . . is subject to two major uncertainties"; first, "the extent to which increases in disposable income will be translated into increased personal consumption" and, second, the way in which the prospective large government deficits are financed. "The size of these deficits . . . has led to concern that it may be difficult to

contribué pendant un certain temps à modérer la régression générale», mais « ... l'amplitude de la récession allait être considérablement accentuée par des mouvements négatifs des stocks qui ont probablement été à l'origine des quatre cinquièmes de la baisse du P.N.B. au premier semestre de cette année». Par suite de l'affaiblissement continu de l'activité économique, les marchés du travail ont continué de se détériorer: «le nombre total de chômeurs enregistrés dans la zone est maintenant d'environ 15 millions, chiffre deux fois plus élevé qu'au sommet du dernier cycle conjoncturel et qui équivaut à plus de 5½% de la population active civile. Le marché du travail s'est d'ailleurs affaibli plus sensiblement que ne l'indiquent ces seuls chiffres; les taux d'activité ont baissé dans bon nombre de pays et le nombre moyen d'heures travaillées a fortement diminué».

Se tournant vers l'avenir, le Secrétariat note: «Les indicateurs disponibles les plus récents laissent penser que le creux de la récession a maintenant été dépassé au Japon; et aux États-Unis, les conditions semblent être réunies pour qu'une certaine reprise s'amorce vers le milieu de l'année». Toutefois, «au moment de la rédaction, on relève peu d'indices d'une reprise dans la plupart des pays européens, ... » Bien qu'on envisage une reprise de l'activité économique à partir du milieu de l'année dans la plupart des pays de l'O.C.D.E., les auteurs soulignent combien il est difficile de prévoir à quel moment précis cette reprise s'amorcera et quel sera sa vigueur. Les perspectives de croissance des différentes composantes de la demande varient considérablement. On s'attend à ce que l'apport de la balance des comptes avec l'étranger soit de peu d'importance. Sur le plan intérieur, «le phénomène de résorption des stocks non désirés ne touche peut-être pas encore à sa fin dans la plupart des pays; il devrait néanmoins devenir un facteur moins dépressif». La construction de logements se raffermira vraisemblablement « ... étant donné l'assouplissement de la politique monétaire et les autres mesures prises; mais, du fait de la faiblesse de la demande, la reprise pourrait être plus lente que par le passé». En revanche, «la marge très grande de capacité inemployée et l'atmosphère générale d'incertitude ne laissent guère prévoir d'accroissement des investissements fixes privés non résidentiels avant 1976». Enfin, le secteur clé de la consommation des ménages pourrait enregistrer une croissance considérable car «le revenu disponible réel aura été considérablement accru cette année par des mesures délibérées d'incitation fiscale; et au cours des douze prochains mois, la hausse des prix pourrait se ralentir plus sensiblement que celle des salaires ... Mais étant donné la situation probable de l'emploi, l'épargne de précaution demeurera peut-être considérable».

place government issues without either increases in interest rates, which could curtail the present expansion, or large increases in the money supply, which it is feared could push up rates of inflation." Nevertheless, the Secretariat argues in a separate section of the report that "present and prospective government borrowing can be accommodated without undue strains, with appropriate debt management and monetary policies."

The report, however, stresses that one of the major sources of uncertainty arises from the current depressed state of confidence among businessmen and, particularly, consumers. "In the immediate future, many cross-currents will be influencing consumer attitudes. Real disposable incomes should improve on account not only of fiscal measures . . . but also of decelerating inflation . . ." While consumer responses remain in doubt, spending on durable goods has declined especially sharply during the present recession and there could be a limit to the current weakness in the propensity to spend as a result of depreciation of the existing stock and some reduction in the consumer credit burden. "The recovery of housing should also encourage some lines of consumer spending." However, "with the labour market, at best, stabilising, consumer attitudes may remain cautious." There will, also, be "limitations on the incentive to invest, given the levels of capacity utilisation likely to prevail over the coming year."

In reviewing recent developments and the outlook for growth among individual countries, the report notes that "the United States economy continues to be the most depressed"; but "the decline in activity seems to have come to a halt in the second quarter" and easier fiscal and monetary policies combined with lower rates of inflation and ". . . the recent strengthening of important leading indicators point to an upturn led by private consumption and housebuilding in the third and fourth quarters." However, ". . . activity may still be about 2 per cent lower at mid-1976 than three years earlier." The report notes that "the Canadian economy is being heavily influenced by the downturn in the United States; a recovery could set in relatively soon, however, under the stimulus of expansionary policies both at home and across the border and structural factors supporting productive investment." In Japan, "recent indicators suggest that the decline in activity has levelled off" but the recovery in the next twelve months may be rather modest by past standards, reflecting ". . . the cautious demand management policy and the expected weakness of foreign demand." Thus, "total output may only regain its 1973 peak by early next year."

En ce qui concerne l'emploi, le Secrétariat fait remarquer que «comme le nombre d'heures travaillées a fortement diminué l'année dernière et même si l'activité commence à reprendre comme on le prévoit à partir du milieu de l'année, de nouvelles augmentations du chômage paraissent inévitables en 1975». De plus, «si les taux de chômage doivent diminuer l'année prochaine, ils ne le feront sans doute que lentement, étant donné que les travailleurs actuellement «découragés» chercheront à entrer dans la population active ou à s'y réintégrer».

Les auteurs du rapport étudient ensuite de façon plus détaillée les incertitudes qui planent sur les perspectives et exposent les raisons pour lesquelles la reprise risque d'être seulement médiocre. «Il se peut que la présente série de prévisions n'ait pas entièrement capté les effets multiplicateurs résultant de l'interaction internationale des tendances dépressives ... » «Un certain nombre des petits pays qui ont réussi à maintenir jusqu'à récemment l'activité économique à un niveau relativement satisfaisant, enregistrent maintenant d'importants déficits» et «les contraintes imposées par la balance des paiements pourraient ... retarder plus qu'on ne le pensait précédemment la reprise de l'activité dans ces pays.»

Dans la plupart des pays de l'O.C.D.E. les conditions monétaires ont continué à se détendre pendant le premier semestre de 1975. Mais «l'action effectivement menée par les autorités monétaires en vue d'assouplir les conditions sur les marchés de capitaux a été très variable suivant les pays et, par rapport aux précédentes périodes de ralentissement économique, elle a généralement été d'ampleur modeste». Sur le plan budgétaire, les politiques adoptées se sont généralement réorientées de manière à stimuler l'activité, sauf dans quelques pays faisant face à des problèmes de balance des paiements particulièrement épineux. «Toutefois, dans la conjoncture exceptionnellement déprimée d'aujourd'hui, il est plus difficile que de coutume d'évaluer l'incidence des mesures prises.» «L'efficacité des politiques budgétaires ... est sujette à deux grandes incertitudes. Premièrement, il est difficile de dire dans quelle mesure l'augmentation des revenus disponibles se traduira par un accroissement de la consommation des ménages» et, en second lieu, on ne voit pas comment seront financés les importants déficits que le secteur public est appelé à enregistrer. «L'ampleur de ces déficits ... amène à craindre qu'il ne soit difficile de placer les emprunts d'État sans augmenter les taux d'intérêt, ce qui pourrait freiner l'expansion présente, ou sans provoquer d'importants accroissements de la masse monétaire, et l'on pourrait redouter alors une nouvelle hausse des taux d'inflation.» Néanmoins, le Secrétariat soutient dans une autre section que «si des politiques appropriées sont suivies en matière de gestion de la dette et dans le domaine monétaire, les emprunts du secteur

Evidence of a significant revival is as yet tenuous for Europe. Although economic activity in Germany stabilised at a low level in the early months of 1975, ". . . the fiscal-led recovery originally expected in the first half has been delayed." The prospects are now that the level of output will recover as the year progresses, ". . . strengthening early next year with the stimulus of a build-up of stocks, . . ." "Even so, GNP may not regain its previous year's level before the end of this year and for the year as a whole the decline could well amount to 2 per cent." As for France, where a 10 per cent decline in industrial production was recorded between the second and fourth quarters of last year, the outlook is for a slower recovery than in the past, but ". . . this country may, by the end of the forecast period, be enjoying higher levels of activity (in relation to the previous peak) than most other major countries." Among the seven major countries ". . . only the two [the United Kingdom and Italy] with particularly large payments deficits on current account and high rates of price increase have held back from important measures to stimulate domestic demand." In both countries ". . . output is expected to stagnate over the next 12 months, as generally tight policies restrain domestic demand." In the case of the smaller OECD countries, the report states that although these countries, as a group, ". . . have experienced a marked deterioration of their prospects in the last few months," their GNP for 1974 "grew by some 2¾ per cent, compared with a fall of ½ per cent in the larger members." However, with an adjustment of stocks currently underway or anticipated, "the average increase of GNP . . . may be about ¾ per cent for 1975 as a whole, and even this could prove optimistic if world trade did not pick up as quickly as hoped."

Inflation

Turning to a more detailed analysis of cost and price trends the report notes that "in the six months ending in May, the rise in OECD consumer prices dropped back to an annual rate of about 10 per cent, . . ." down sharply from the 15 per cent rates of increase experienced throughout 1974 (see Table II). This improvement, although far from uniform across countries, reflected several common features: "declining raw material and food prices and the stabilisation of oil prices; and a pronounced moderation in domestic pricing behaviour, no doubt related to inventory liquidation and weak final demand."

"There has also been a modest slowdown in underlying wage increases, over and above the direct effects on earnings of falling total hours worked." However, "this slowdown was even more differentiated by country

public, présents ou à venir, devraient pouvoir être placés sans provoquer des tensions excessives».

Les auteurs soulignent cependant qu'une des principales causes de cette situation d'incertitude réside dans le manque de confiance des hommes d'affaires et, surtout, des consommateurs. «Dans l'avenir immédiat, le comportement des consommateurs sera soumis à de nombreuses influences de sens contraires. Les revenus disponibles réels devraient s'améliorer, non seulement en raison des mesures budgétaires prises ... mais aussi du ralentissement de l'inflation ... » Si la réaction des consommateurs reste entourée d'incertitudes, les dépenses des ménages en biens durables ont accusé un recul particulièrement prononcé au cours de la présente récession, et il pourrait y avoir un plancher à la faiblesse actuelle de la propension à dépenser par suite de la dépréciation du stock existant et d'une certaine réduction de l'endettement des consommateurs. «La reprise de la construction de logements devrait aussi favoriser certaines catégories de dépenses des consommateurs.» Cependant, «le marché du travail pouvant, dans la meilleure hypothèse, se stabiliser, l'attitude des consommateurs pourrait continuer à être prudente». En outre, «étant donné les niveaux d'utilisation des capacités qui prévaudront probablement l'année prochaine, l'incitation à investir se trouvera limitée».

Analysant l'évolution récente et les perspectives de croissance des pays pris isolément, nous apprenons que «l'économie des États-Unis reste la plus déprimée», mais que «le déclin de l'activité semble avoir pris fin au deuxième trimestre» et que l'adoucissement des politiques monétaire et financière combiné à la baisse du rythme d'inflation et au «renforcement récent d'importants indicateurs [avant-coureurs] présagent une reprise entraînée par la consommation privée aux troisième et quatrième trimestres». Cependant, « ... l'activité se situera sans doute encore au milieu de 1976 à un niveau inférieur de 2% à celui qu'elle atteignait trois ans auparavant». Les auteurs de la publication soulignent que «l'économie canadienne est fortement influencée par la récession des États-Unis; un redressement pourrait toutefois s'amorcer relativement vite, sous l'effet des mesures expansionnistes prises des deux côtés de la frontière, et des facteurs structurels qui soutiennent l'investissement productif». Au Japon, «des indicateurs récents donnent à penser que le mouvement de récession a pris fin» mais la reprise restera sans doute assez modérée au cours des douze prochains mois comparativement à l'évolution passée, « ... en raison surtout de l'orientation prudente de la politique de régulation de la demande et de la faiblesse prévisible de la demande extérieure». Par conséquent, «la production totale ne regagnera sans doute son maximum de 1973 que dans les premiers mois de l'an prochain».

En Europe, on voit encore très peu de signes d'un regain marqué. Bien que

Table II — Tableau II
Price trends — 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 1962-1972 — Moyenne 1962-1972	From previous year — Par rapport à l'année précédente		12 months ending May 1975 — 12 mois se terminant en mai 1975	Average 1959-60 to 1971-72 — Moyenne de 1959-60 à 1971-72	From previous year — Par rapport à l'année précédente			
		1973 — 1973	1974 — 1974			1973 — 1973	1974 — 1974	1975 — 1975	
Canada	3.3	7.6	10.9	10.1	3.1	8.4	13.8	10	Canada
United States	3.3	6.2	11.0	9.5	2.8	5.6	10.3	9	États-Unis
Japan	5.7	11.7	24.5	14.1	4.8	11.4	21.1	7½	Japon
Australia	3.4	9.5	15.1	17.2(1)	3.7	11.9	16.0	20	Australie
OECD Europe	4.5(2)	8.6(2)	13.2(2)	13.9(2)	4.4(3)	7.7(3)	11.0(3)	14(3)	Pays européens de l'O.C.D.E.
France(4)	4.4	7.3	13.7	12.1	4.5	6.6	11.1	12	France(4)
Germany	3.2	6.9	7.0	6.1	3.8	5.9	6.5	7½	Allemagne
Italy	4.3	10.8	19.1	19.7	4.5	10.1	16.6	20½	Italie
United Kingdom(4)	4.9	9.2	16.0	25.0	4.5	7.7	12.5	26¾	Royaume-Uni(4)
Belgium	3.8	7.0	12.7	13.7	3.6	7.5	11.8	12¾	Belgique
Netherlands(4)	5.4	8.0	9.6	10.4	5.1	8.0	9.5	12	Pays-Bas(4)
Denmark(4)	6.0	9.3	15.3	12.0	5.8	10.6	12.0	11	Danemark(4)
Ireland	5.8	11.4	17.0	24.5	5.9	13.5	9.0	27½	Irlande
Austria	3.9	7.6	9.5	8.6	4.1	7.4	10.8	11	Autriche
Finland(4)	5.7	10.7	16.9	18.1	5.3	13.8	16.2	16	Finlande(4)
Greece	2.7	15.5	26.9	13.2					Grèce
Norway(4)	5.1	7.5	9.4	12.4	4.4	8.6	11.5	11½	Norvège(4)
Portugal	6.3	12.9	25.0	16.4					Portugal
Spain	7.1	11.4	15.7	16.9					Espagne
Sweden(4)	4.7	6.7	9.9	10.8	4.6	6.7	8.5	10	Suède(4)
Switzerland(4)	4.0	8.7	9.8	8.2	4.8	7.6	7.6	6¼	Suisse(4)
Total OECD	3.9(2)	7.9(2)	13.4(2)	12.0(2)	3.7(3)	7.5(3)	12.2(3)	11(3)	Ensemble des pays de l'O.C.D.E.

Source: OECD.

(1) To latest available period.
(2) 1973 private consumption weights and exchange rates.
(3) 1973 GNP weights and exchange rates.
(4) GDP deflator instead of GNP deflator.

Source: O.C.D.E.

(1) Période la plus récente pour laquelle on dispose de données.
(2) Pondération de la consommation du secteur privé et taux de change de 1973.
(3) Pondération et taux de change de 1973.
(4) Indice de déflation du P.I.B.

than that of final product prices." The report comments that "the cyclical moderation in nominal wage increases has been particularly marked in Japan and Germany and somewhat less in the United States and France." It goes on to point out that "in another group of countries, little progress has been made in breaking into the wage/price spiral." In this connection, Italy, Canada, the United Kingdom and a number of smaller countries are mentioned.

l'activité économique en Allemagne se soit stabilisée à un niveau peu élevé au cours des premiers mois de 1975, « ... la reprise, que les mesures budgétaires paraissaient à l'origine devoir entraîner au premier semestre, s'est trouvée retardée». On s'attend maintenant à voir la production se rétablir à mesure que l'année avance, « ... pour s'affermir dans les premiers mois de l'an prochain sous l'effet d'un gonflement des stocks ... » «Même ainsi, le P.N.B. pourrait ne pas remonter à son niveau de l'an dernier avant la fin de l'année 1975 et, sur

The report discusses "the marked dispersion of national cost and price developments that has gradually emerged after the 1973-74 shock . . ." largely in terms of the inter-play between external and internal factors. Depending on their degree of openness and the commodity composition of their trade, individual countries were affected differently by the initial rises in foreign trade prices. "Soon after, the success or failure of domestic policies in limiting the spillover of external inflation into domestic costs and prices led to a differentiation in price performance, accentuated by effective exchange rate changes . . . This process has become cumulative, leading to a sharp wage/price spiral in some countries and to a more or less complete neutralisation of the external shock in a few others."

Looking ahead, the report stresses the uncertainties that surround the prospects for prices. "Commodity prices could have a more stabilising influence in the period immediately ahead but could reverse quickly later on." Although a further softening of food prices is forecast, this is based largely on the expectation of major crop increases in the northern hemisphere. "Despite the continuing weakness in final demand, industrial materials prices may hold at their current levels in response to producers' action to cut supply and increase stockpiles." Although the current situation for many industrial materials is unstable, it is pointed out that ". . . sharply higher costs have raised the effective floor below which production is no longer profitable."

So far as unit labour costs are concerned, the outlook is regarded as particularly uncertain. "The ultimate timing and speed of the recovery will have major implications for productivity and unit labour cost developments." In a number of countries recovery will take place from levels of spare capacity unprecedented in the postwar period and ". . . productivity changes could differ substantially from previous cyclical experiences." Nevertheless the report suggests that unit labour costs will be largely determined by nominal wage increases. With specific reference to Canada, it points out that "pressures on unit labour cost positions are likely to remain unabated in 1975 after the steep increases in 1974." More generally, "the growing spread in wage settlements between countries is . . . likely to accentuate the already wide dispersion in unit labour cost increases."

Thus the present deceleration in price increases "could come to a halt rather soon in the United States, Japan, Germany and France, and in the first half of 1976 this might also be true of Canada and Italy." For the OECD area as a whole, this would imply that "the inflation rate would

l'ensemble de celle-ci, la baisse pourrait bien atteindre 2%.» Dans le cas de la France, où la production industrielle a régressé de 10% du deuxième au quatrième trimestre de l'année dernière, on prévoit une reprise plus lente que par le passé, « ... mais à la fin de la période sous revue ce pays pourrait connaître des niveaux d'activité plus élevés que ceux de la plupart des autres grands pays (par rapport au maximum précédent)». Des sept grands pays, « ... deux seulement [le Royaume-Uni et l'Italie], dont la balance des paiements courants accusait un déficit particulièrement important et où la hausse des prix était particulièrement forte, se sont abstenus de prendre des mesures importantes pour stimuler la demande intérieure». Dans ces deux pays « ... la production parait devoir plafonner au cours des douze prochains mois, étant donné que des politiques généralement restrictives freinent la demande intérieure». L'étude estime que si «les petits pays de l'O.C.D.E. en tant que groupe ont vu leurs perspectives se dégrader nettement au cours des derniers mois», leur P.N.B. «s'est accru d'environ 2¾% [en 1974], alors qu'il accusait un recul de ½ pour cent dans les grands pays». Toutefois, compte tenu d'un mouvement d'ajustement des stocks amorcé ou prévu, «l'accroissement moyen du P.N.B. [des petits pays] pourrait s'établir au niveau de ¾% pour l'ensemble de l'année 1975, mais cette prévision pourrait néanmoins se révéler optimiste si les échanges mondiaux ne se redressaient pas aussi rapidement qu'on l'espère».

L'inflation

Analysant de façon plus détaillée les tendances des coûts et des prix, le rapport constate que «au cours des six mois qui ont pris fin en mai, le taux annuel de la hausse des prix à la consommation dans la zone de l'O.C.D.E. ... est retombé à environ 10%», marquant un net ralentissement par rapport au taux de 15% enregistré tout au long de l'année 1974 (voir Tableau II). Cette amélioration, loin d'avoir été uniforme d'un pays à l'autre, tient à divers facteurs communs: «la baisse des prix des matières premières et des denrées alimentaires et la stabilisation des prix du pétrole d'une part, une nette modération du comportement des prix intérieurs d'autre part, liée sans aucun doute au mouvement de liquidation des stocks et à la faiblesse de la demande finale».

«On a aussi enregistré un ralentissement modéré de l'augmentation tendantielle des salaires, qui est venu s'ajouter aux effets directs de la diminution de la durée totale du travail sur les gains.» Toutefois, «les écarts de pays à pays ont été encore plus marqués à cet égard que pour les prix des produits finis». En effet, «la modération conjoncturelle de l'augmentation des salaires nominaux a été particulièrement marquée au Japon et en Allemagne, et dans

level out at close to 8 per cent in 1975, before there has been any decline from historically high unemployment rates." The report points out that this "8 per cent average OECD inflation . . . might correspond to rates of 5 to 7 per cent for the three largest countries – the United States, Japan and Germany – but with widely varying performances in the others". It warns that "this might be all the short-run improvement arising from the current recession" and that "the new 'resistance level' would, in fact, be more than twice the previous longer-term *average* inflation rate . . ."

Current balances

In reviewing trade and current balances, the report begins by noting that "the volume of OECD trade, after declining slightly in the second half of 1974, fell substantially in the first half of this year, particularly in the major countries where industrial production was especially weak and destocking may have been especially important." Foreign trade may pick up, from mid-year, in line with the expected recovery of domestic demand. "Nonetheless, the volume of OECD trade this year may be 5 – 6 per cent lower than in 1974. Even in the first half of next year, trade volumes may only be growing by some 6 – 7 per cent (about 2 percentage points below the long-term average)." Moreover the report warns that, even these forecasts may prove too optimistic if the underlying assumption that ". . . the anticipated pick-up in domestic demand will, to a large extent, be sufficient to reverse the cumulative adverse effects of the recession on trade," is not vindicated.

In the first half of 1975 "the volume of OECD imports may have fallen by 12 – 13 per cent (annual rate) compared to the second half of 1974." This very sharp fall can be largely attributed to the effects of the weak level of activity, substantial adjustments of stocks and a marked decline in oil imports. "The forecast that import volumes may grow some 7 per cent in the second half of 1975 . . . is based on the assumptions that the volume of oil imports rebounds significantly, that destocking comes to an end in most countries and that domestic forces are strong enough largely to offset the present negative effects of the international transmission process."

"The volume of OECD exports may have fallen 7 – 8 per cent in the first half of the year, mainly as the result of weak trade within the area." Exports to non-oil developing countries ". . . may also have weakened further, reflecting growing financial constraints." In contrast exports to OPEC countries, though they form only a small share of total OECD exports, ". . . seem to have continued their steep trend increase." Looking

une moindre mesure, aux États-Unis et en France», tandis que «dans un autre groupe de pays, peu de progrès ont suivi les efforts visant à mettre un terme à la course entre les salaires et les prix.» À cet égard, les auteurs citent l'Italie, le Canada, le Royaume-Uni et un certain nombre de petits pays.

Selon l'étude, «après le choc causé par la crise pétrolière en 1973-74, l'évolution des coûts et des prix a peu à peu fait apparaître une grande diversité de situations nationales ... » qui tient en grande partie au jeu des influences réciproques exercées par des facteurs extérieurs et intérieurs. Suivant le degré d'ouverture sur l'extérieur des divers pays et suivant la composition par produits de leur commerce extérieur, les hausses des prix internationaux ont exercé des effets variables sur l'économie de ces pays. «En second lieu, la réussite ou l'échec des mesures d'ordre interne prises pour limiter les répercussions de l'inflation extérieure sur les coûts et les prix intérieurs, ont conduit à une différenciation des résultats obtenus par les divers pays en matière de prix, accentuée au demeurant par les variations des taux de change effectifs... Ce processus a pris un caractère cumulatif, aboutissant à une course très rapide entre les salaires et les prix dans certains pays et à une neutralisation plus ou moins complète du choc d'origine externe dans quelques autres.»

Se tournant vers l'avenir, le Secrétariat de l'O.C.D.E. fait ressortir les incertitudes grevant les perspectives d'évolution des prix. «Les prix des produits de base pourraient avoir une influence stabilisatrice plus prononcée dans l'avenir immédiat, mais remonter rapidement par la suite.» On escompte que les prix des denrées alimentaires continueront de baisser, mais ces prévisions reposent en grande partie sur les perspectives de très abondantes récoltes dans l'hémisphère Nord. «Malgré la faiblesse persistante de la demande finale, les prix des matières industrielles pourraient se maintenir à leurs niveaux actuels sous l'effet des mesures prises par les producteurs en vue de réduire l'offre et d'accroître les stocks.» Bien que le prix actuel de nombre de ces matières industrielles soit instable, le rapport fait ressortir que « ... la forte hausse des coûts a relevé le plancher effectif au-dessous duquel la production cesse d'être rentable».

Les perspectives sont particulièrement incertaines en ce qui concerne les coûts de main-d'œuvre par unité produite. «Les coûts unitaires de main-d'œuvre pourraient évoluer de manière tout-à-fait différente suivant le profil temporel et la vigueur qu'aura finalement la reprise.» Dans un certain nombre de pays, la reprise interviendra à partir de marges de capacité inutilisées sans précédent depuis la guerre et « ... les variations de productivité pourraient être très différentes de celles qui ont été observées dans de précédents cycles conjoncturels». Le rapport estime néanmoins que les variations des coûts de main-d'œuvre par unité produite seront en grande partie fonction de

ahead, the Secretar
cover more slowly
this year and possib
(annual rate)." Wit
deterioration in the
countries ". . . may
only in the first hal
OPEC is likely to slo
about 40 per cent i
With respect to a
somewhat greater
countries than had
are expected to slo
of 1976; as deman
commodity prices
the relative price o
Turning to curre
clining world trad
strengthening the
difficulties for som
countries." The la
OECD countries, i
Kingdom and Fra
overall OECD curre
half of this year fr
billion" (see Char
this improvement
the area and is on
current deficit ma
1975 as a whole, t
with nearly $35 b
as in the second h
In discussing the
in 1975 the uneve
and small countr
ditional improve
forecasts) is expe
Canada where th
clical forces this
with only a marg

ahead, the Secretariat expects that total export volumes ". . . may recover more slowly than imports, falling very slightly in the second half of this year and possibly growing at 6 per cent in the first half of 1976 (annual rate)." With the non-oil developing countries experiencing a deterioration in their current accounts, the volume of exports to these countries ". . . may remain depressed during 1975 and pick up somewhat only in the first half of 1976." The growth in the volume of exports to OPEC is likely to slow down throughout the year from an annual rate of about 40 per cent in 1975 to some 20 per cent in the first half of 1976.

With respect to average trade values, the report notes the prospect of a somewhat greater improvement in 1975 in the terms of trade for OECD countries than had been anticipated earlier. "These terms of trade gains are expected to slow down, however, through 1975 and into the first half of 1976; as demand in the OECD area picks up, the decline in non-oil commodity prices is likely to decelerate and, in the first half of 1976, the relative price of oil may remain stable."

Turning to current balances, the report notes that "the effect of declining world trade on the balance of payments has been striking, strengthening the positions of some big countries, but creating growing difficulties for some other OECD countries and for non-oil developing countries." The large recent improvement in the trade balance of major OECD countries, in particular the United States, Italy, the United Kingdom and France, ". . . may have been reflected in a reduction of the overall OECD current deficit by some $30 billion (annual rate) in the first half of this year from the second half of 1974, to a level of less than $5 billion" (see Chart II on page 17). As is pointed out, however, "much of this improvement can be attributed to the extreme cyclical weakness of the area and is only temporary." By the second half of the year the OECD current deficit may be running at an annual rate of about $25 billion. For 1975 as a whole, this implies a current deficit of $15 billion, compared with nearly $35 billion in 1974. A deficit of roughly the same magnitude as in the second half of this year is envisaged for the first half of 1976.

In discussing these rather dramatic swings, the report points out that in 1975 the uneveness of the distribution of the deficit as between large and small countries is likely to increase as ". . . almost all of the additional improvement of the OECD current balance (compared to earlier forecasts) is expected to accrue to major countries." The one exception is Canada where the deficit, "which will be subject to strong adverse cyclical forces this year, may deteriorate more than $4 billion to $6 billion with only a marginal improvement likely in the first half of next year."

l'augmentation des salaires nominaux. Citant spécifiquement le Canada, les auteurs du rapport indiquent: «il est probable que les pressions exercées sur les coûts unitaires de main-d'œuvre augmentent encore en 1975 après avoir déjà beaucoup monté en 1974». Considérant l'ensemble des pays, ils ajoutent: «On peut ... penser que les écarts croissants que font apparaître d'un pays à l'autre les accords de salaires auront pour effet d'accentuer encore la grande diversité qui caractérise déjà la hausse des coûts unitaires de main-d'œuvre».

Ainsi, le ralentissement actuel de la hausse des prix «pourrait prendre fin, avant longtemps aux États-Unis, au Japon, en Allemagne, et en France, et peut-être au cours du premier semestre 1976 au Canada et en Italie». Pour l'ensemble de la zone de l'O.C.D.E., «le taux d'inflation se stabiliserait donc à un niveau voisin de 8% en 1975, avant que fléchissent les taux de chômage supérieurs à la normale». Le rapport souligne que ce «taux d'inflation moyen de 8%...pourrait correspondre à des taux de 5 à 7% pour les trois plus grands pays – les États-Unis, le Japon et l'Allemagne – mais à des résultats extrêmement variables dans les autres pays». Les auteurs nous préviennent que «telle pourrait être toute l'amélioration à court terme résultant du mouvement actuel de récession» et que «le nouveau «seuil de résistance» serait, en fait, plus de deux fois supérieur au précédent taux *moyen* d'inflation à long terme ... »

Balances des paiements courants

Dans la partie consacrée aux balances commerciale et courante, les auteurs affirment tout d'abord que «après avoir quelque peu fléchi au second semestre de 1974, le volume des échanges des pays de l'O.C.D.E. a nettement baissé dans la première moitié de cette année, notamment dans le cas des grands pays, où la production industrielle a été particulièrement faible et où la décumulation des stocks a pu prendre des proportions particulièrement importantes». Un redressement des échanges extérieurs pourrait survenir, à partir du milieu de l'année, parallèlement à la reprise attendue de la demande intérieure. «Néanmoins, le volume global des échanges risque cette année d'être inférieur de 5 à 6% aux résultats enregistrés en 1974. Même au premier semestre de l'an prochain, le rythme de progression pourrait n'être que de l'ordre de 6 ou 7%, soit environ 2 points de moins que la moyenne en longue période.» En outre, les auteurs nous préviennent que même ces prévisions pourraient se révéler trop optimistes, si l'hypothèse sur laquelle elles reposent, à savoir que « ... le redressement de la demande intérieure suffira dans une large mesure à renverser les effets défavorables cumulés de la récession sur les échanges commerciaux» devait ne pas se vérifier.

Au premier semestre de 1975, «le volume des importations des pays de l'O.C.D.E. a peut-être diminué de 12 ou 13% (taux annuel) par rapport au

"The United States current position may improve by $4 – 4½ billion in 1975 to a surplus of $3 billion" though most of the trade improvement may have already occurred in the first half of the year and a turnaround is anticipated as the U.S. economy begins to expand. An improvement in the Japanese current position of some $4 billion is forecast, ". . . largely reflecting changes which took place towards the end of 1974." "Significant improvement is anticipated in the positions of the major deficit countries" – the United Kingdom, France and Italy. "On the other side, the German surplus is likely to remain large, the Dutch surplus may increase, and Belgium and Switzerland may also run surpluses. . . The combined current position of smaller deficit countries, which deteriorated by about $16 billion in 1974. . . may deteriorate by a further $2 – 2½ billion by the first half of 1976."

second semestre de 1974». Cette très forte baisse peut être attribuée en grande partie aux effets de la faiblesse de l'activité économique, des très importants ajustements des stocks et de la diminution sensible des importations de pétrole. «La prévision selon laquelle le volume des importations pourrait croître d'environ 7% au cours du second semestre de 1975 ... repose sur les hypothèses que le volume des importations de pétrole marquera une vive reprise, que la diminution des stocks prendra fin dans la plupart des pays et que les forces intérieures sont suffisamment vigoureuses pour compenser en grande partie les effets négatifs du processus de transmission internationale.»

«Le volume des exportations des pays de l'O.C.D.E. a peut-être baissé de 7 à 8% au cours du premier semestre de l'année, en raison essentiellement de la faiblesse des échanges à l'intérieur de la zone.» Les exportations vers les pays en développement non producteurs de pétrole ont « ... peut-être aussi marqué un nouveau fléchissement, dû à des contraintes financières croissantes». Par contre, les exportations vers les pays de l'O.P.E.P., qui ne représentent qu'une faible proportion de l'ensemble des exportations des pays de l'O.C.D.E., « ... paraissent avoir poursuivi leur forte progression tendantielle». Pour ce qui est de l'avenir, le Secrétariat pense que le volume global des exportations « ... pourrait se redresser plus lentement que [celui des importations]; il pourrait diminuer très légèrement au second semestre de cette année et augmenter peut-être de 6% (en taux annuels) au cours du premier semestre de 1976». En raison de la dégradation de la balance des paiements courants des pays en développement non producteurs de pétrole, les exportations, en volume, vers ces pays « ... resteraient à leur faible niveau au cours de 1975 et ne reprendraient quelque peu qu'au cours du premier semestre de 1976». La croissance du volume des exportations vers les pays de l'O.P.E.P. se ralentirait sans doute jusqu'à la fin de l'année pour passer d'un taux annuel d'environ 40% en 1975 à un rythme d'environ 20% dans la première moitié de 1976.

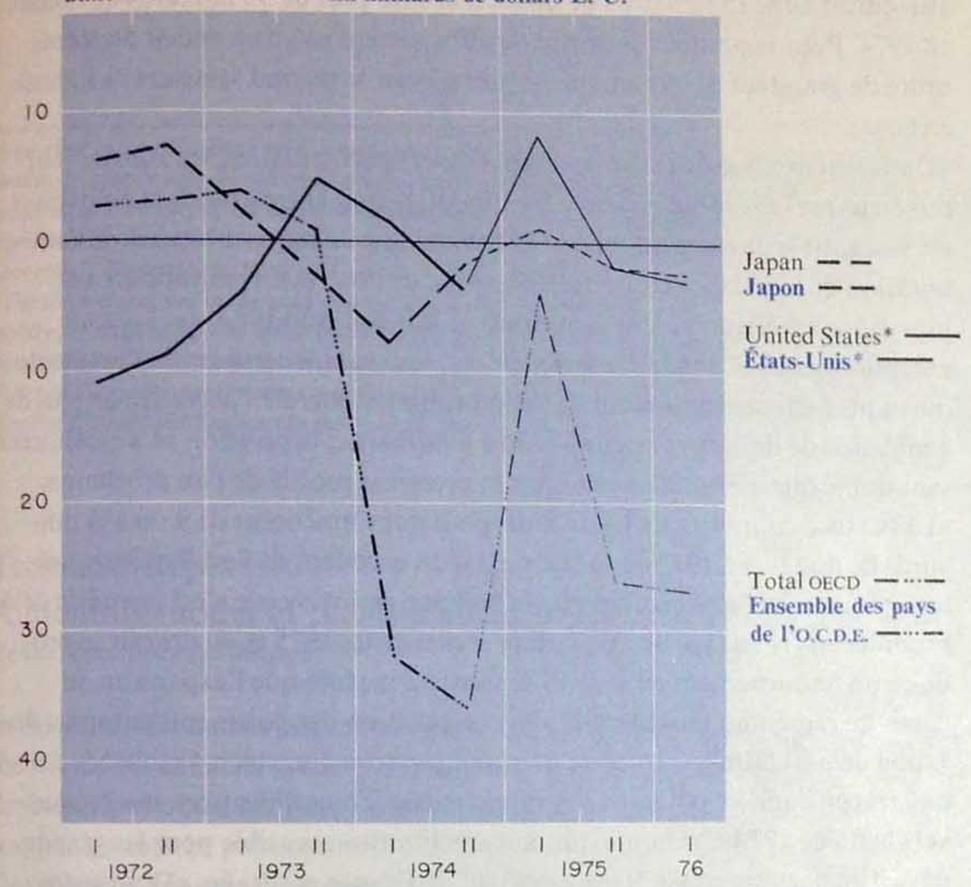
Au sujet de l'évolution de la valeur moyenne des échanges extérieurs, il semblerait que l'amélioration des termes de l'échange pour les pays de l'O.C.D.E. a des chances d'être un peu plus sensible qu'on ne l'avait prévu. «On s'attend toutefois que cette amélioration des termes de l'échange se ralentisse au cours de 1975 et dans la première moitié de 1976; à mesure que la demande reprendra dans la zone de l'O.C.D.E., il est probable que la baisse des prix des produits de base autres que le pétrole se ralentira et il se peut, en outre, que le prix relatif du pétrole demeure stable au premier semestre de 1976.»

Abordant ensuite la question des balances des paiements courants, le rapport constate que «l'incidence du recul du commerce mondial sur les balances des paiements a été frappante, renforçant la position de certains grands pays mais créant des difficultés croissantes pour certains autres pays de l'O.C.D.E.

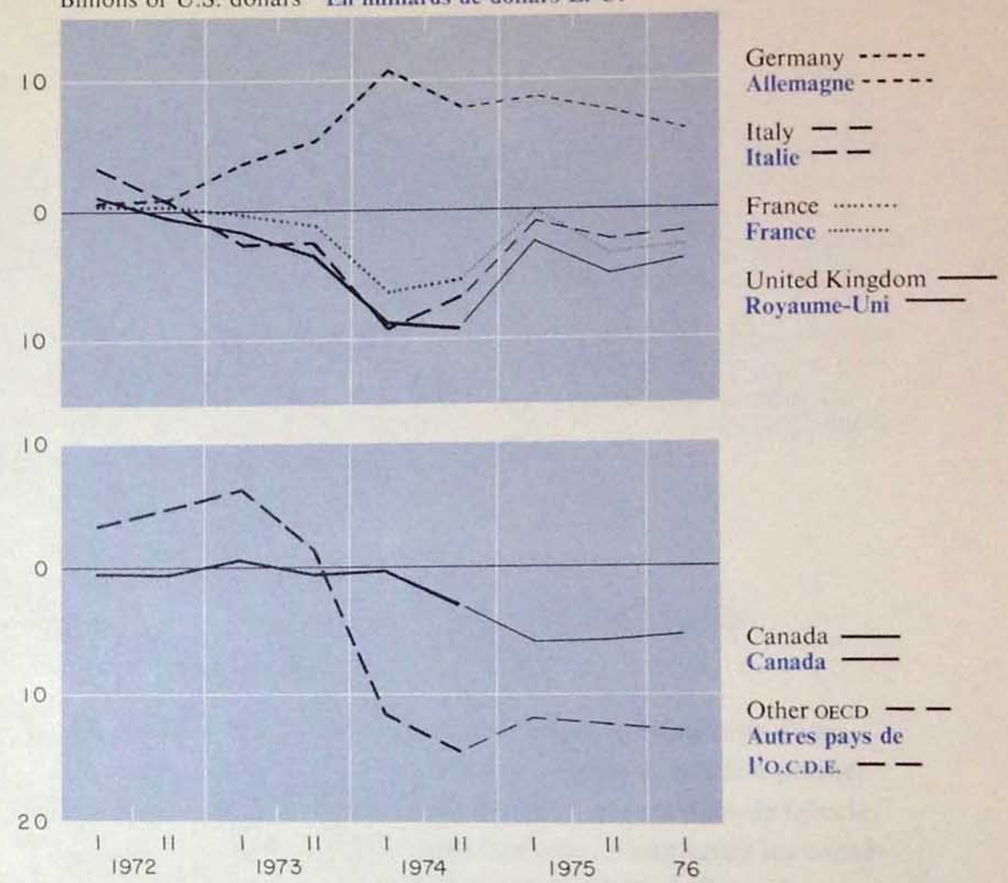
Chart II
Graphique II
Seasonally adju
Billions of
10
0
10
20
30
40
1972
*Excludes Indian
Source: OECD, ch

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**



*Excludes Indian Rupee Cancellation and other exceptional official grants in the first half of 1974.
Source: OECD, chart prepared by the Bank of Canada.



*Les chiffres du premier semestre de 1974 ne tiennent pas compte de la remise de la dette indienne en roupie ni d'autres dons exceptionnels.
Source: O.C.D.E.; graphique de la Banque du Canada.

et pour les pays en développement non producteurs de pétrole». La très nette amélioration enregistrée dernièrement par les balances commerciales de certains grands pays de l'O.C.D.E., des États-Unis, de l'Italie, du Royaume-Uni et de la France en particulier, « ... reflétait peut-être une réduction de quelque 30 milliards de dollars (taux annuel) du déficit courant de la zone au premier semestre de cette année par rapport au second semestre de 1974, le déficit ayant ainsi été ramené à moins de 5 milliards de dollars» (voir Graphique II). Toutefois, estime le Secrétariat, «cette amélioration est ... attribuable pour une large part à l'extrême faiblesse conjoncturelle de la zone et n'est que temporaire». Pour la seconde moitié de l'année, le déficit courant des pays de l'O.C.D.E. pourrait s'établir à un chiffre annuel d'environ 25 milliards de dollars. Pour l'ensemble de l'année 1975, le déficit des paiements courants

atteindrait ainsi 15 milliards de dollars, contre près de 35 milliards de dollars en 1974. Pour le premier semestre de 1976, on envisage un déficit du même ordre de grandeur que celui qui est prévu pour le second semestre de l'année en cours.

Dans leur analyse de ces revirements assez spectaculaires, les auteurs font ressortir que l'inégalité de la répartition du déficit entre grands et petits pays est susceptible de s'accentuer en 1975 puisque « ... la quasi-totalité de l'amélioration de la balance courante de la zone de l'O.C.D.E. (par rapport aux prévisions antérieures) sera sans doute le fait des grands pays». La seule exception sera le Canada où le déficit, « ... qui subira cette année l'action de puissants facteurs conjoncturels défavorables, pourrait s'accroître de plus de 4 milliards de dollars et atteindre ainsi 6 milliards; la position ne s'améliorera sans doute que marginalement dans la première moitié de l'an prochain». «La balance courante des États-Unis pourrait s'améliorer de 4 ou 4½ milliards de dollars en 1975 et dégager ainsi un excédent de 3 milliards de dollars»; toutefois, l'amélioration de la balance commerciale s'est peut-être déjà produite en grande partie au premier semestre de 1975 et «il devrait se produire un retournement au second semestre à mesure que l'expansion de l'activité reprendra aux États-Unis». La position des paiements courants du Japon devrait faire «apparaître une amélioration d'environ 4 milliards de dollars cette année, reflétant en grande partie les modifications intervenues vers la fin de 1974». «On prévoit une amélioration sensible pour les grands pays déficitaires», soit le Royaume-Uni, la France et l'Italie. «D'un autre côté, l'excédent de l'Allemagne restera sans doute important, celui des Pays-Bas pourrait augmenter et la Belgique et la Suisse pourraient aussi voir leur balance courante se solder par des excédents. La position globale des paiements courants des petits pays déficitaires, qui s'était détériorée d'environ 16 milliards de dollars en 1974, ... pourrait se dégrader encore de 2 à 2½ milliards de dollars d'ici au premier semestre de 1976.»

Staff studies

From time to time the Bank of Canada issues staff research studies and technical reports dealing primarily with questions of professional interest to economists engaged in applied research. A summary of the latest technical report, No. 4, appears below. Persons wishing to receive this report may obtain single copies by writing to the Distribution Section, Secretary's Department, Bank of Canada, Ottawa K1A 0G9.

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

Technical Report 4
A monthly model of the Canadian financial system

Kevin Clinton and Paul Masson

In this study the authors describe preliminary estimates of a model of the Canadian financial system. At the present time, the model explains the behaviour of the chartered banks, the trust and mortgage loan companies and the public; it also explains the implications of federal Government financing requirements. The variables explained include monetary aggregates, several interest rates, and the major assets of the chartered banks and of the trust and mortgage loan companies.

The model differs from existing Canadian models in that monthly data are used rather than quarterly or annual data. It is thought that the shorter observation period permits the econometric estimates to capture the dynamic adjustment processes more accurately. In particular, the mean lags implied by the equations tend to be considerably shorter than those in existing models.

As well as the technical paper that has just been published by the Bank, the authors have also written a description of the model entitled: "Un modèle mensuel du secteur financier au Canada", which is to be published in *l'Actualité Économique* in 1976.

Travaux de recherche

La Banque du Canada publie de temps à autre des travaux de recherche et des rapports techniques portant sur des sujets très spécialisés, qui intéressent principalement les économistes se consacrant à la recherche appliquée. Le texte qui suit donne un aperçu du Rapport technique nº 4, publié tout récemment. Les intéressés peuvent en obtenir le texte intégral en adressant une demande écrite à la Section de la diffusion des publications, Secrétariat, Banque du Canada, Ottawa K1A 0G9.

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

Rapport Technique nº 4
Un modèle mensuel du secteur financier au Canada

Kevin Clinton et Paul Masson

Dans cette étude, les auteurs présentent les premières estimations d'un modèle du système financier canadien. Au stade actuel, le modèle permet d'expliquer le comportement des banques à charte, des sociétés de fiducie ou de prêt hypothécaire et du public; il permet aussi d'expliquer les conséquences des besoins de trésorerie du gouvernement fédéral. Parmi les variables expliquées, on trouve des agrégats monétaires, plusieurs taux d'intérêt, ainsi que les principaux avoirs des banques à charte et des sociétés de fiducie ou de prêt hypothécaire.

Ce modèle diffère des autres modèles de l'économie canadienne en ce sens qu'il utilise, contrairement à ces derniers, des données mensuelles au lieu de données trimestrielles ou annuelles. Les auteurs sont d'avis que le raccourcissement des périodes d'analyse permet d'appréhender avec plus de précision les processus dynamiques d'ajustement dans l'estimation des données économétriques. Soulignons en particulier que le retard moyen sur lequel reposent les équations tend à être beaucoup plus court que celui qu'on retrouve dans les autres modèles.

En plus de l'étude que la Banque vient de faire paraître, les auteurs ont rédigé un article dans lequel ils présentent une description du modèle en question. Cet article doit être publié dans *l'Actualité économique* en 1976, sous le titre «Un modèle mensuel du secteur financier au Canada».

Investment surveys and recent trends in business investments

In assessing the economic outlook over the near term, a key ingredient is the information available from official surveys of recent and prospective investment outlays. This article first briefly describes the type of information provided by these surveys and goes on to discuss the factors that appear, on the basis of past experience, to influence the extent to which realized investment expenditures diverge from reported intentions. This is followed by a discussion of recent trends in investment and the prospects for this year in the light of the available survey and other information.

The most comprehensive investment surveys are reported twice-yearly by Statistics Canada and provide detailed information by industry and region on all capital spending in the economy.* While this article focusses on the capital outlays of the business sector, the surveys also include estimates for residential construction and information on investment by institutions and the various levels of government. Data from these surveys are used by Statistics Canada for estimating the annual dollar value of non-residential investment in the National Accounts.

Supplementary information is provided by the twice-yearly surveys conducted by the Department of Industry, Trade and Commerce on the investment programmes of large business corporations. At present some 220 corporations are interviewed; the coverage of the surveys has, on average, accounted for roughly 60 per cent of total non-farm business investment.

*See Statistics Canada, "Private and Public Investment in Canada".

Les enquêtes sur les investissements et l'évolution des investissements des entreprises

Les enquêtes officielles sur les investissements récents ou projetés constituent un précieux élément d'information pour qui cherche à déceler les perspectives économiques à court terme. L'article qui suit débute par un bref exposé des renseignements fournis par ces enquêtes et se poursuit par une analyse des facteurs qui, d'après notre expérience, semblent influencer la mesure dans laquelle les montants effectivement consacrés aux investissements diffèrent des intentions exprimées. Pour finir, il est question des tendances récentes en matière d'investissement et, à la lumière des données fournies par les enquêtes et par certaines autres sources, des perspectives d'évolution pour l'année en cours.

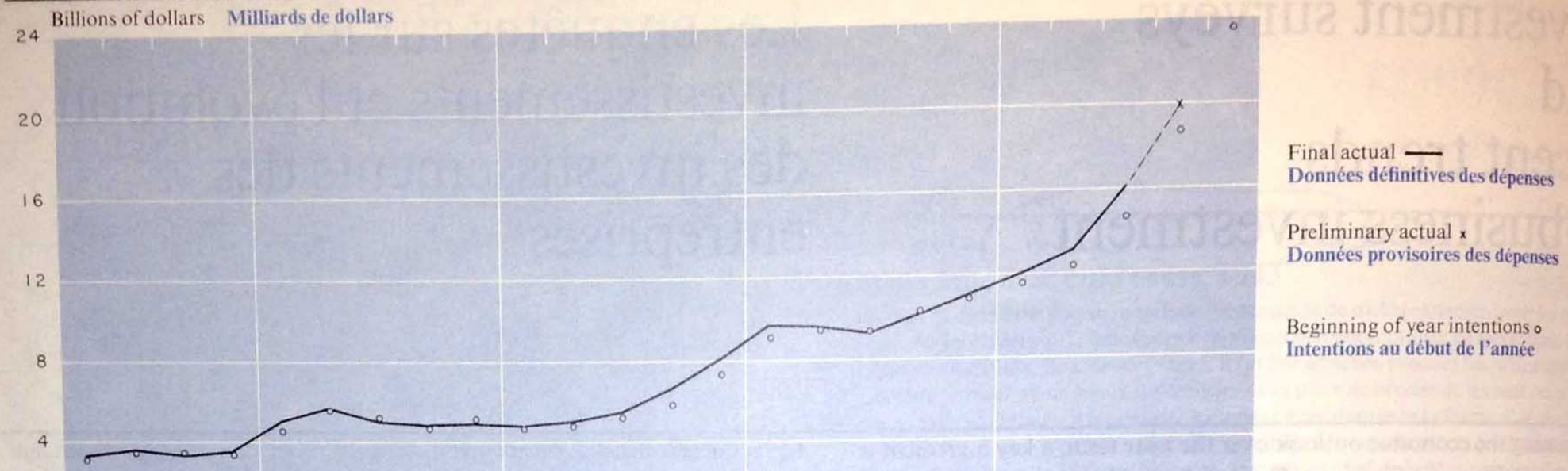
Les enquêtes les plus fouillées sur les investissements en biens de capital sont réalisées par Statistique Canada qui, deux fois l'an, en publie les résultats, ventilés par secteur d'activité et par région*. Le présent article se limite à l'examen des dépenses en immobilisations des entreprises, mais on trouve aussi dans la publication de Statistique Canada des données estimatives sur la construction de logements ainsi que sur les investissements des institutions et des divers niveaux de gouvernement. Statistique Canada emploie les données tirées de ces enquêtes pour estimer, dans le cadre de la comptabilité nationale, le montant en dollars courants des investissements effectués pendant l'année dans tous les secteurs autres que la construction résidentielle.

Le ministère de l'Industrie et du Commerce fournit des renseignements supplémentaires tirés d'enquêtes semestrielles sur les programmes d'investissement de grosses sociétés. Quelque 220 d'entre elles participent à cette enquête; les données recueillies ainsi représentent en moyenne environ 60% des investissements des entreprises non agricoles.

*Voir brochure de Statistique Canada «Investissements publics et privés au Canada».

Chart I
Graphique I

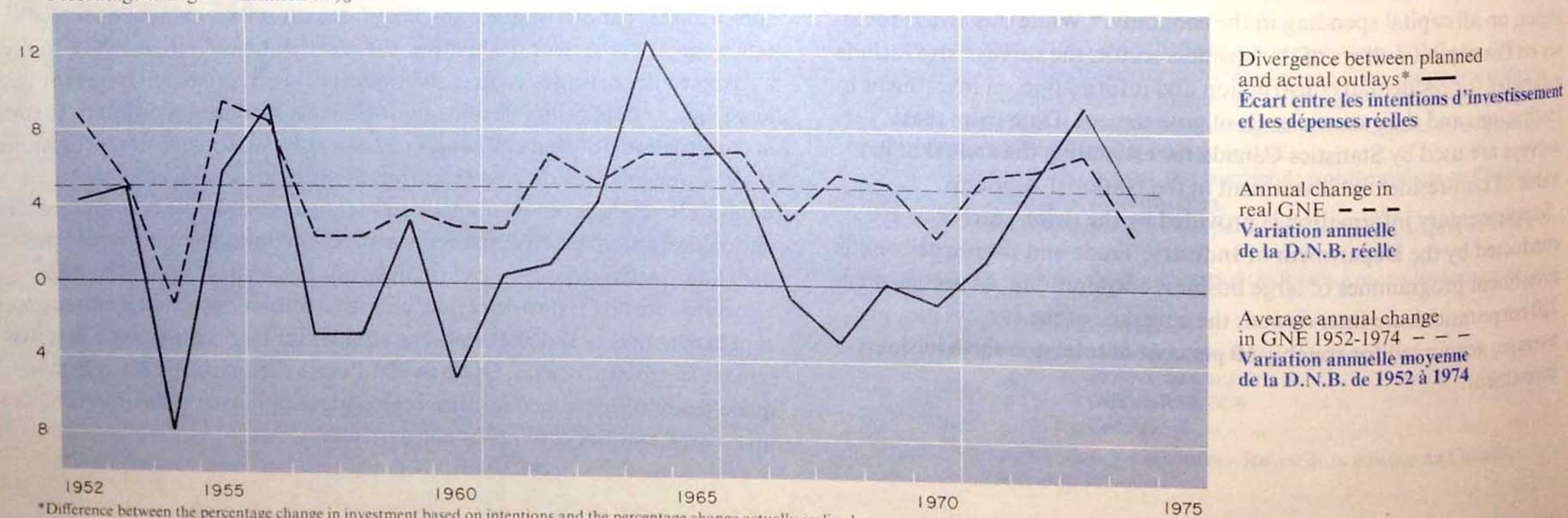
Business fixed investment: intentions and realizations
Intentions d'investissement et investissements réels des entreprises



Source: Statistics Canada
Source: Statistique Canada

Chart II
Graphique II

The cyclical pattern in the divergence between planned and actual investment outlays
Évolution cyclique de l'écart entre les données relatives aux intentions d'investissement et celles relatives aux dépenses réelles



*Difference between the percentage change in investment based on intentions and the percentage change actually realized.
Différence entre les taux de variation obtenus à partir des intentions d'investissement et les taux de variation effectivement enregistrés.

Source: Statistics Canada
Source: Statistique Canada

Perspective on the investment surveys

The first survey conducted by Statistics Canada is carried out around the beginning of the year. At that time, the establishments surveyed indicate their capital investment intentions for the current year and "preliminary actual" estimates of investment outlays for the year just ended.* In addition, "final actual" estimates for investment put in place two years previously are reported. The investment intentions for the current year are then reviewed at mid-year when another survey is conducted. Thus estimates of business fixed investment for each year are obtained from four successive surveys, starting with the beginning of the year intentions through to the final actual outlays reported two years later. As a result there is a progressive revision of the figures on investment outlays. As can be seen in Chart I, the final out-turn in terms of dollar outlays can differ substantially from the intentions reported at the beginning of each year. (More detailed information on the profile of business investment intentions and realizations since 1952 is provided in the Appendix Table.)

Business fixed investment has typically been one of the more cyclical elements of demand in the economy. Thus, it is not surprising that the divergence of actual outlays from intentions should show a similar cyclical pattern. This pattern is apparent in Chart I but is revealed more sharply in Chart II where the differences between planned increases (or decreases) in capital outlays at the beginning of each year since 1952 and the final actual increases (or decreases) are plotted against the annual growth rate for real GNE. As can be seen from this Chart, there is a strong correlation between the direction of revisions to investment plans and the pace of economic activity. In periods of above average economic growth, the increase in actual investment outlays generally is greater than indicated at the beginning of the year. At such a time demand may well be stronger than expected and, as a result, business enterprises are likely to add to their investment programmes or bring forward the completion date of a project. Conversely, during periods of below average economic growth, there is usually a downward revision from beginning of the year intentions.

Investment decisions may be influenced by other factors such as the cost and availability of financing and fiscal measures that affect business. In addition, strikes, supply constraints or other unforeseen factors may

*An establishment is defined as the smallest unit operating as a separate entity. Thus a corporation may consist of more than one establishment, not all of which are necessarily engaged in the same type of activity.

Les enquêtes sur les investissements

C'est vers le début de chaque année que Statistique Canada mène la première de ses deux enquêtes. À ce moment, les entreprises* interrogées communiquent leurs intentions d'investissement pour l'année en cours, une estimation préliminaire des dépenses d'investissement effectuées pendant l'année qui vient de se terminer, ainsi que les chiffres définitifs des investissements réalisés deux ans plus tôt. Les intentions d'investissement pour l'année en cours sont réexaminées au milieu de l'année, à l'occasion de la seconde enquête. Ainsi, les statistiques sur les investissements fixes des entreprises sont empruntées à quatre enquêtes successives, dont la première effectuée au début de l'année porte sur les intentions d'investissement et la dernière, faite deux ans plus tard, sur les dépenses réelles (données définitives). Ces statistiques sur les immobilisations font donc l'objet de révisions progressives. Comme on peut le voir au Graphique I, il peut y avoir une sensible différence entre le montant projeté, tel qu'il résulte de la première enquête, et la somme que les entreprises finissent effectivement par débourser. (On trouvera plus de détails sur l'évolution comparative, depuis 1952, des intentions d'investissement et des affectations définitives au Tableau annexe.)

Les investissements fixes des entreprises ont généralement constitué une des composantes de la demande les plus liées à l'évolution conjoncturelle. Il n'est donc pas étonnant que l'écart entre les dépenses prévues et les dépenses réelles présente un profil cyclique analogue. Ce profil caractéristique, que l'on peut entrevoir au Graphique I, apparaît de façon plus nette au Graphique II qui illustre, comparativement aux variations du taux annuel de croissance de la D.N.B. en termes réels, l'évolution à partir de 1952 de l'écart entre, d'une part, l'augmentation (ou la diminution) des investissements prévus en début d'année et, d'autre part, l'augmentation (ou la diminution) réellement enregistrée par la suite. Il existe, comme on peut le voir à l'analyse de ce graphique, une étroite corrélation entre le sens dans lequel s'orientent les révisions apportées aux projets d'investissement et le rythme de l'activité économique. Ainsi, quand la croissance économique atteint une cadence supérieure à la moyenne, les dépenses réelles d'investissement tendent à augmenter davantage que ne le laissent prévoir les relevés établis au début de l'année. Au cours de telles périodes, la demande est probablement supérieure aux prévisions, de sorte que les entreprises intensifient vraisemblablement leurs programmes d'investissement ou accélèrent la réalisation de certains projets. Inversement, durant les périodes de croissance écono-

*Une entreprise se définit comme la plus petite unité autonome de production. Ainsi, une société peut englober une ou plusieurs entreprises, dont toutes n'ont pas nécessairement les mêmes activités.

result in a project taking longer to complete than expected. If such delays are widespread, this can result in a significantly smaller volume of investment than originally planned, with a carry-over of expenditures to the following year.

Apart from the various factors that can influence the volume of investment, actual dollar outlays may diverge from intentions if costs differ from what had been expected. Since investment intentions are reported as the dollar value of planned outlays in the period in question, some expectation about prices is always implicit in a respondent's estimate of the cost of an investment programme. However, information about price expectations is not part of the survey and it is, therefore, difficult to assess the extent to which this factor accounts for revisions. Moreover, there is the additional complication that if costs are running significantly higher than expected, businessmen may, because of budgetary or other financial constraints, cut back on the volume of investment. It is clear, however, that any resulting revisions to planned dollar outlays from the interplay of these forces will be more important during periods of accelerating inflation when businessmen are more likely to anticipate incorrectly the extent to which costs are rising than during periods of relatively stable prices. Undoubtedly some of the overrealization of initial intentions during the past several years was due to a more rapid rise in costs than expected.

The surveys of large corporations by the Department of Industry, Trade and Commerce provide an indication of investment intentions for the coming year in advance of the broader Statistics Canada surveys. Each October corporations report on their investment intentions for the coming year and the following four years and provide preliminary estimates of actual outlays in the current year. The following April they report revisions to planned outlays for that year and the following four years as well as final actual outlays for the previous year. However, as the results of the forward-looking surveys become increasingly tentative the further out the time period is extended, the discussion below focusses on the apparent pattern of revisions to investment intentions over a two-year horizon.

Data on capital spending intentions by large corporations are available, on a consecutive basis, only since October 1969, but the revisions do appear to follow a quite regular pattern. As can be seen in Chart III, intentions are consistently revised upward from those indicated in the

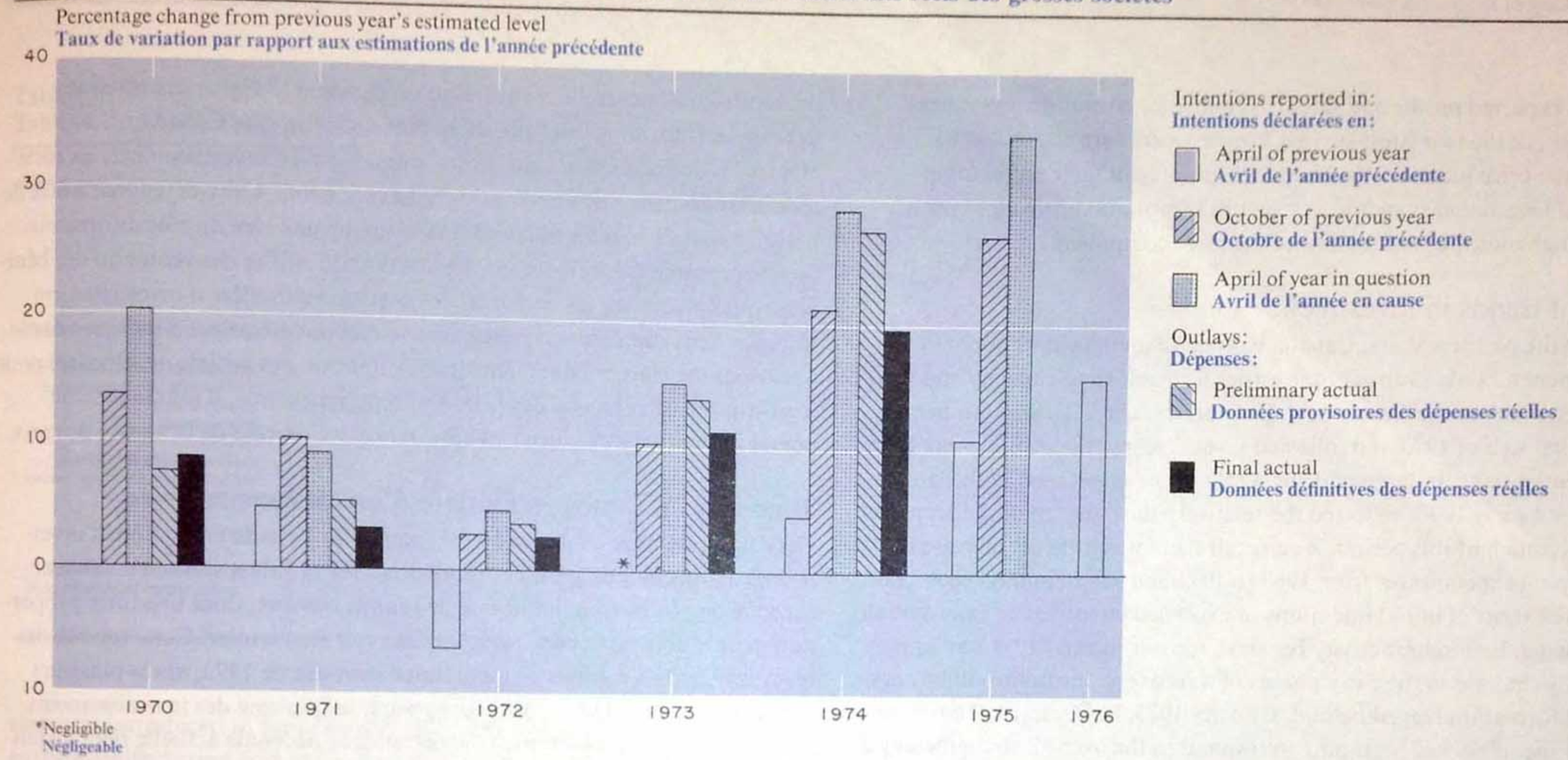
mique inférieure à la moyenne, la révision des projets d'investissement du début de l'année se traduit habituellement par une diminution.

Les décisions concernant les investissements peuvent être influencées par d'autres facteurs, tels que le coût et la disponibilité du crédit ou les mesures fiscales. En outre, des grèves, des contraintes au niveau de l'approvisionnement et d'autres facteurs imprévisibles peuvent retarder l'achèvement de certains projets. Lorsque de tels retards se multiplient, ils peuvent se traduire par une diminution considérable du volume des investissements par rapport aux prévisions et entraîner le report de certaines dépenses à l'année suivante.

Le volume des investissements subit l'influence de divers facteurs, mais le montant en dollars courants peut, lui également, ne plus correspondre au montant projeté si les coûts se révèlent autres que prévus. Comme les intentions sont exprimées en dollars, il est évident que tout programme d'investissement déclaré par une entreprise recensée comporte une estimation implicite de l'évolution des prix. Toutefois, l'enquête restant muette sur l'évolution future des prix, il est difficile de déterminer dans quelle mesure cet élément est à l'origine des révisions. Ce qui complique davantage l'analyse, c'est qu'une hausse sensiblement plus forte que prévue des coûts peut forcer les chefs d'entreprise à réduire, pour des raisons budgétaires ou financières, le volume des investissements. Il va de soi, toutefois, que l'ampleur des révisions apportées, par le jeu de ces facteurs, aux prévisions de dépenses en dollars courants sera plus grande en régime d'inflation galopante – époque où les hommes d'affaires sont plus susceptibles de se tromper dans leur évaluation de la hausse des prix – qu'en période de stabilité relative des prix.

Les réponses des grandes sociétés aux enquêtes organisées par le ministère de l'Industrie et du Commerce nous donnent une idée des intentions d'investissement pour l'année suivante, avant que ne soient menées les enquêtes de plus grande envergure de Statistique Canada. Chaque année en octobre, les sociétés font connaître leurs intentions d'investissement pour l'année qui approche et pour les quatre années suivantes. Elles présentent en même temps des estimations préliminaires des dépenses en investissements réellement faites pendant l'année en cours. Au mois d'avril suivant, elles communiquent une estimation révisée de leurs projets de dépenses en immobilisations pour l'année et pour les quatre années suivantes, en plus des données définitives sur les dépenses effectuées au même chapitre l'année précédente. Toutefois, les résultats des enquêtes prospectives étant d'autant plus sujets à caution que la période couverte est longue, l'étude ci-après sera limitée à un examen du profil qui semble se dégager des révisions des intentions formulées

Chart III Profile of average planned and actual investment per large corporation
Graphique III Évolution des intentions d'investissements et des investissements réels des grosses sociétés



*Negligible
Négligeable

Source: Department of Industry, Trade and Commerce
Source: ministère de l'Industrie et du Commerce

April survey of the previous year.* However in the final survey of intentions, reported in April of the year in question, corporations have consistently overestimated what they will actually spend. At the same time, the magnitude of the revisions has varied considerably from one year to another, reflecting the same cyclical and other factors that have influenced the revisions to the broader Statistics Canada surveys.

In addition to the data on intended outlays, the respondents of the large corporation surveys provide some background information on their planned investment programmes. While this additional information tends to be qualitative in nature it does shed some light on factors

*Since the number of corporations interviewed tends to change from one survey to the next, average outlays per corporation are used to produce a consistent time series.

pour une période de deux ans.

On ne dispose de chroniques complètes des intentions d'investissement des grandes sociétés qu'à partir d'octobre 1969, mais les révisions semblent bien indiquer une tendance assez régulière. Comme on peut le constater au Graphique III, les chiffres révisés des intentions sont toujours majorés par rapport à ceux d'avril de l'année précédente*. Toutefois, à l'occasion de l'enquête définitive sur les intentions d'investissement réalisée en avril de l'année en cause, les sociétés ont toujours surestimé le montant qu'elles dépenseront réellement. Parallèlement, l'ampleur des révisions a varié considérablement d'une année à l'autre, ce qui s'explique par les mêmes facteurs

*Étant donné que le nombre de sociétés interrogées a tendance à varier d'une enquête à l'autre, on retient les dépenses en investissement moyennes par société afin d'obtenir des séries chronologiques homogènes.

such as expected profits and sales that influence corporate investment decisions. In the two latest surveys businessmen were also asked to report the price increases they had incorporated in their estimates of planned investment spending. As yet this information provides only a very rough indication of the size of the price component.

Recent trends in investment

During the past few years, Canada has been experiencing a boom in investment as a wide range of industries have added to capacity and new projects, many in the energy field, have been started. The upturn began in the first half of 1973 and followed several years of relatively weak investment outlays. In large part the weakness of investment in the late 1960s and early 1970s reflected the relatively slow growth of the economy through much of this period. As a result there was little net increase in real capital expenditures from 1967 to 1971 and actual outlays each year either fell short of initial intentions or exceeded intentions by only a small percentage. Economic activity began to recover in early 1971 but, as is typically the case in the early phases of a recovery, the upturn in business capital formation lagged behind. By early 1973, however, total business capital spending was beginning to respond to the over-all strengthening of demand.

With the economy expanding strongly and demand for many products reflecting the world-wide economic boom, output in many industries began to press against capacity limits by the early part of 1973. As a result investment programmes were stepped up sharply and business capital spending rose by nearly 23 per cent in 1973 and by an estimated 24 per cent in 1974 (see Table). On a national accounts basis, the volume of business fixed investment increased by 14 per cent in 1973. In 1974, despite the marked slowing of the Canadian economy after the first quarter, investment in real terms rose by a further 8 per cent. Thus, through the whole of the period substantial additions were made to the capital stock.

The capital investment boom was also reflected in a substantial over-realization of initial intentions in 1973 and again in 1974. While a more rapid increase in costs than had been anticipated was an important contributing factor in these upward revisions, it does appear that businessmen added significantly to their original plans for expanding productive capacity. In addition to the stimulus from the generally favourable economic climate, investment was encouraged by a number of fiscal

de nature conjoncturelle ou autre qu'on trouve à l'origine des révisions des données des enquêtes plus complètes de Statistique Canada.

Outre les données quantitatives sur leurs projets d'investissement, les sociétés interrogées fournissent d'autres renseignements. Ceux-ci tendent à être de nature qualitative, mais donnent quand même une idée du rôle de certains facteurs comme les perspectives d'évolution du chiffre des ventes ou des bénéfices, qui influent sur les décisions des sociétés en matière d'investissement. Lors des deux dernières enquêtes, les sociétés ont été priées d'indiquer dans quelle mesure elles ont augmenté leur évaluation des projets de dépenses pour tenir compte de la hausse des prix. Ces renseignements, il faut le dire, ne donnent encore qu'une idée très approximative du rôle de la hausse des prix.

Tendances récentes en matière d'investissement

Ces dernières années, l'activité a été intense au Canada en matière d'investissement; en effet, un grand nombre de secteurs industriels ont accru leur capacité de production tandis que de grands travaux, dont une forte proportion dans le domaine énergétique, étaient mis en chantier. Cette relance des investissements a commencé au premier semestre de 1973, après plusieurs années d'accalmie. Dans une large mesure, la faiblesse des investissements vers la fin des années soixante et le début de la décennie actuelle tient au fait que la croissance économique a été relativement lente pendant une grande partie de cette période. Aussi l'accroissement net des immobilisations en termes réels de 1967 à 1971 a-t-il été assez maigre et les dépenses effectivement consenties à ce chapitre ont-elles été chaque année inférieures aux intentions premières ou n'ont-elles que faiblement dépassé ces dernières. L'activité économique a amorcé un regain au début de 1971 mais, comme cela se produit en général dans les premières phases d'une reprise, la formation de capital fixe des entreprises n'a emboîté le pas qu'avec un certain retard. Pourtant, au début de 1973, le raffermissement général de la demande a commencé à être ressenti au niveau des dépenses en immobilisations des entreprises.

La forte expansion économique et la vive demande de nombreux produits engendrée par le boom économique mondial ont fait que nombre de secteurs industriels ont commencé à toucher aux limites de leur capacité de production dès les premiers mois de 1973. Il s'en est suivi un renforcement considérable des programmes d'investissement et une croissance de la dépense en biens de capital de près de 23% en 1973 et de probablement quelque 24% en 1974 (voir Tableau). En termes de comptabilité nationale, les investissements en volume ont enregistré un accroissement de 14% en 1973. En 1974, en dépit d'un ralentissement marqué de l'économie canadienne observé à partir

Table
Tableau

Business fixed investment by industry and by type of outlay
Investissements fixes des entreprises par secteur d'activité et par catégorie de dépenses

Year-to-year percentage change **Taux de variation par rapport à l'année antérieure**

	Final actual Dépenses réelles (données définitives)			Preliminary actual 1974 Dépenses réelles (données provisoires) 1974	Beginning of year intentions 1975 Intentions au début de 1975	Mid-year intentions 1975 Intentions au milieu de 1975	
	1971 1971	1972 1972	1973 1973				
Agriculture, fishing and forestry	12.3	29.0	31.6	25.5	14.7	14.4	Agriculture, pêche et forêts
Mining, quarrying and oilwells	30.7	–8.1	3.7	20.4	14.0	24.9	Mines, carrières et puits de pétrole
Manufacturing	–7.1	–1.5	24.4	35.3	22.3	18.2	Fabrication
Construction	12.0	12.7	16.8	20.0	12.4	12.4	Construction
Utilities	9.9	6.0	21.9	18.6	25.3	27.9	Services d'utilité publique
Retail and wholesale trade	–5.3	27.7	21.6	13.5	–1.6		Commerce de gros et de détail
Finance, insurance and real estate	7.9	48.9	38.3	23.6	6.9	11.0	Finances, assurances et immobilier
Commercial services	24.1	36.3	29.1	21.1	11.8	32.7	Services commerciaux
Total	7.7	9.3	22.8	23.7	18.1	21.2	Total
Of which:							Dont :
Machinery and equipment	5.6	12.5	25.3	23.7	15.5	18.0	Machines et équipement
Non-residential construction	10.3	5.7	19.8	23.7	21.4	25.2	Construction non résidentielle

measures introduced in the spring of 1973. These measures, which apply to the manufacturing and processing industries, included a two-year capital cost allowance on machinery and equipment and a reduced rate on corporate income tax. At the same time, corporate profits increased rapidly through this period, facilitating financing of investment programmes.

For 1975, the information available on capital spending intentions from Statistics Canada surveys points to some deceleration in the rate of growth of business investment. At the beginning of the year, businessmen indicated that they planned to increase their dollar outlays by 18 per cent; though this was revised upwards to 21 per cent in the mid-year review, it is still a somewhat smaller increase than estimated for 1974. Moreover, it is interesting to note that while there is almost always an upward revision of the beginning of the year intentions at mid-year, the adjustment this year was relatively modest.

As can be seen in the Table, the slower rate of increase indicated for this year reflects a mixture of continued rapid expansion of investment programmes in some sectors of the economy and a marked weakening in other areas. This contrasts with the previous two years when virtually all industry groups substantially increased their investment spending. This year the rise in investment outlays by the manufacturing group is

du deuxième trimestre, les investissements en termes réels ont encore augmenté de 8%. Ainsi, le parc de biens de capital s'est considérablement accru durant toute cette période.

La flambée des investissements en biens de capital s'est également traduite par un dépassement considérable des intentions premières en 1973 ainsi qu'en 1974. Si l'augmentation plus rapide que prévue des coûts a fortement contribué à orienter les révisions à la hausse, il semble aussi que les chefs d'entreprise aient sensiblement renforcé leurs projets originaux d'expansion de leur appareil productif. En plus de bénéficier de l'effet de stimulation d'un climat économique généralement favorable, les dépenses en immobilisations ont été encouragées par un certain nombre de mesures fiscales prises au printemps de 1973. Parmi ces mesures, qui sont applicables tant aux entreprises manufacturières qu'au secteur de la transformation, figurent des dispositions permettant un amortissement accéléré des machines et autres biens d'équipement pendant une période de deux ans ainsi qu'une réduction de l'impôt sur le revenu des sociétés. Parallèlement, les bénéfices des sociétés ont enregistré une croissance rapide au cours de cette période, ce qui a également facilité le financement des programmes d'immobilisation.

En ce qui concerne l'année 1975, les renseignements fournis par les enquêtes de Statistique Canada sur les intentions d'investissement en biens de capital laissent à penser que la croissance des investissements des enterprises perd

expected to show a marked deceleration, with outlays expected to rise by 18 per cent or about half the estimated increase in 1974. Within this group, most of the planned increase this year is in the primary metals, pulp and paper and chemical industries. Excluding these three, investment intentions by all other manufacturing industries taken as group show no increase for this year.

The major areas of strength outside of manufacturing this year are in mining, utilities and commercial services. A major element in this last category is the Olympic construction programme. While sharply higher outlays are planned by the railways, the largest part of the increased spending foreseen by utilities is in such energy-related areas as pipelines, gas distribution and in particular electric power. Similarly investment in oil and gas exploration and development accounts for a major share of the planned increase in outlays by the mining sector.

Indeed investment in energy-related industries is currently of such significance that it is of interest to try to identify the over-all contribution of this sector to this year's investment programme. For purposes of this analysis, energy-related investment has been defined to include outlays by the petroleum and coal products industry and the industrial chemicals industry as well as energy-related investment by the mining and utility industries. The first two industries have been included because much of the investment in these areas is closely related to energy developments; outlays on petroleum refineries account for a major share of investment by the petroleum and coal manufacturing industries, while much of the planned increase in capital spending this year by the industrial chemicals industry reflects large-scale investment in heavy water and petrochemical plants. On this basis, energy-related investment accounts for roughly half of the increase in total business investment planned for this year. If these intentions were realized, energy-related investment would account for the highest proportion of total investment in more than two decades (see Chart IV).

In contrast to the slower rate of growth indicated by the Statistics Canada survey for total business investment this year, the investment intentions of large corporations, as reported in the April survey by the Department of Industry, Trade and Commerce, indicate a more rapid increase in outlays this year than last year. As can be seen from Chart V, this is the first time that a divergence of this sort has occurred during the period for which comparable data are available. However, these results are not necessarily inconsistent. Both surveys report substantial increases

quelque peu de sa vigueur. Au début de l'année, les chefs d'entreprise ont indiqué qu'ils projetaient d'augmenter leurs dépenses en dollars courants de 18%; ce chiffre a été porté à 21% lors de la révision du milieu de l'année, mais reste encore quelque peu inférieur au taux enregistré en 1974. On remarquera aussi que si le chiffre des intentions d'investissement indiqué au début de l'année est presque toujours augmenté lors de la révision du milieu de l'année, l'ajustement effectué en 1975 a été relativement modique.

Comme l'indique le tableau, le ralentissement indiqué pour l'année en cours est le produit de deux phénomènes différents, à savoir la persistance d'une expansion rapide des programmes d'investissement dans certains secteurs de l'économie et une atténuation marquée dans d'autres branches. L'évolution enregistrée cette année contraste avec celle des deux années précédentes, période où les dépenses d'investissement ont marqué une progression sensible dans presque tous les secteurs industriels. Les prévisions pour 1975 indiquent que les dépenses en immobilisations des industries manufacturières ralentiront de façon sensible pour atteindre un taux de croissance de 18% seulement, soit d'à peu près la moitié de la cadence observée, selon les estimations, en 1974. La majeure partie de l'accroissement prévu pour ce secteur en 1975 serait le fait des métaux primaires, du papier et de la pâte à papier, ainsi que des produits chimiques. Pour l'ensemble des autres industries manufacturières, les intentions d'investissement ne marquent aucune progression cette année.

Abstraction faite du secteur manufacturier, les indications sont favorables surtout dans l'industrie extractive, les entreprises d'utilité publique et les services commerciaux. En ce qui concerne cette dernière catégorie, on retiendra surtout le programme de construction préparatoire à la tenue des Jeux olympiques. Encore que les chemins de fer projettent d'augmenter vivement leurs investissements, la plus grande partie de l'accroissement prévu par les entreprises de services d'utilité publique est destinée au domaine énergétique, notamment aux oléoducs, aux installations de distribution de gaz et en particulier à la production de houille blanche. Il en va de même pour ce qui est de l'industrie extractive, où la plus grande partie de l'accroissement des dépenses est consacrée à des travaux de prospection et de mise en valeur de gisements de pétrole et de gaz.

En tout état de cause, les immobilisations dans les industries énergétiques revêtent actuellement une telle importance qu'il semble opportun de tenter de déceler la contribution globale de ce secteur au programme d'investissement de l'année en cours. Pour les besoins de la présente analyse, la définition adoptée ici des immobilisations liées à la production d'énergie comprend les

Chart IV
Graphique



Chart V
Graphique

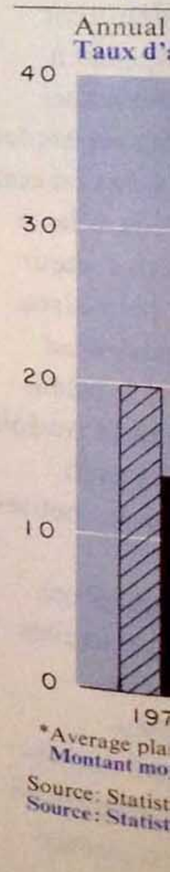
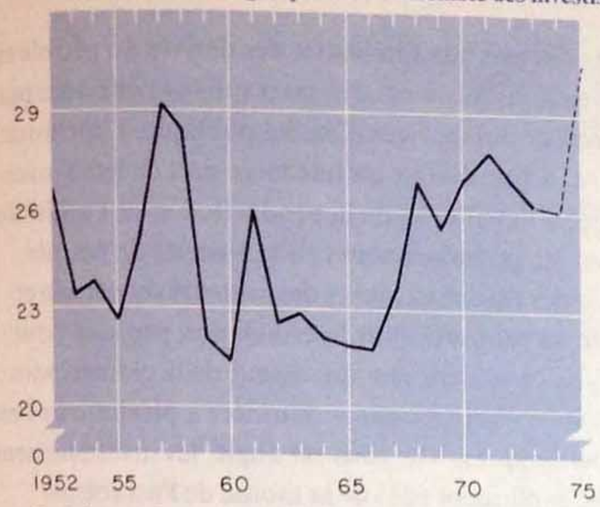
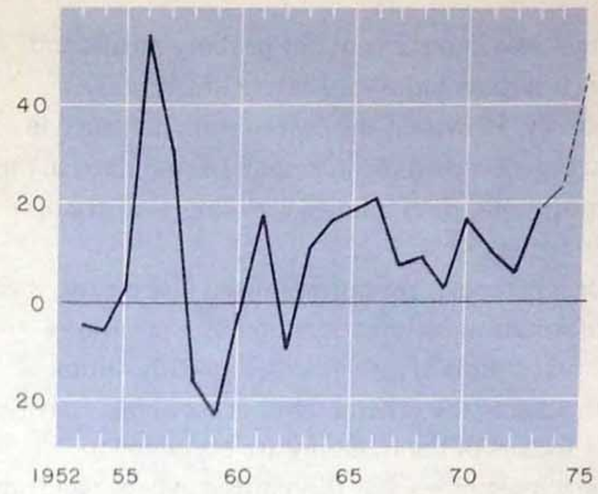


Chart IV — Energy-related investment*
Graphique IV — Investissements liés au secteur énergétique*

Share of total business investment
Part du secteur énergétique dans l'ensemble des investissements des entreprises



Annual percentage change
Variation annuelle en %

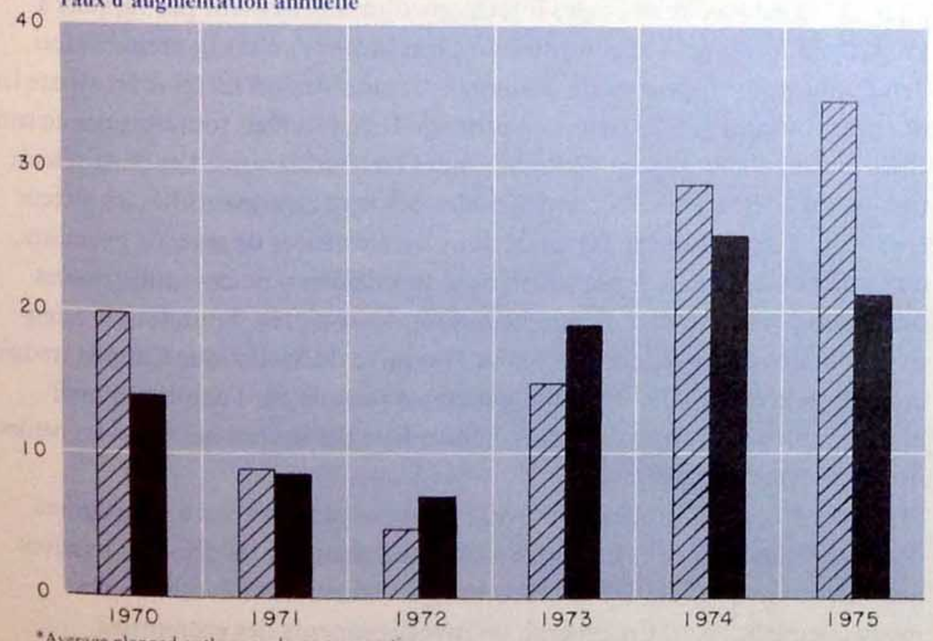


*Includes petroleum and gas mining, oil and gas pipelines, gas distribution, electric power, petroleum and coal manufacturing and industrial chemical manufacturing.
Comprend la prospection ainsi que l'extraction du pétrole et du gaz; les gazoducs et oléoducs; la distribution du gaz; l'énergie électrique; les secteurs des dérivés du pétrole et du charbon et la fabrication de produits chimiques à usage industriel.

Source: Statistics Canada
Source: Statistique Canada

Chart V — A comparison of planned increases in investment outlays
Graphique V — Comparaison des taux d'augmentation des dépenses prévues d'investissement

Annual percentage increase
Taux d'augmentation annuelle



Large corporations*
(April survey)
Grosses sociétés
(Enquête d'avril)

Total business investment
(mid-year survey)
Ensemble des entreprises
(Enquête du milieu de l'année)

*Average planned outlays per large corporation.
Montant moyen des projets d'investissement par grosse société.

Source: Statistics Canada and Department of Industry, Trade and Commerce
Source: Statistique Canada et ministère de l'Industrie et du Commerce

in energy-related investment and in outlays by the primary metals and pulp and paper industries, but these industries have a much heavier weight in the corporate survey. However, the deceleration indicated in the broader survey, taken together with the information contained in the April survey of large corporations, does imply a very sluggish pace of investment by smaller enterprises.

In assessing the short-term prospects for business fixed investment, it is necessary to weigh the information on intentions against the various factors influencing the actual course of investment. Typically, business investment responds with a lag to the general trend of economic activity, often weakening as other sectors of the economy are beginning to strengthen. There are some indications that this pattern may be recurring at the present time even though a number of cross-currents are at work. On the more positive side, the large number of major projects already started will help to sustain investment. In addition, various measures have been taken in recent months to encourage investment, namely an investment tax credit and reductions in federal and provincial sales taxes on construction materials and machinery and equipment. But working in the opposite direction is the sluggish growth of the economy over the past year, the squeeze on profits and the opening up of a wide margin of unused capacity in many industries – circumstances that on the basis of past experience would be likely to cause capital outlays to fall significantly short of intentions. It is true that the current upward push on costs will tend to sustain dollar outlays but these same cost increases will be acting to depress the volume of investment. Even in dollar terms, the national accounts estimates for the second quarter showed only a minor increase in business fixed investment, and a number of forward-looking indicators have been signalling some slowing in the pace of investment. New orders for machinery and equipment have been declining since the middle of last year and recent trends in industrial and commercial contract awards and building permits indicate some easing in non-residential construction activity as well. On the other hand, engineering contract awards, which are heavily influenced by investment in the energy field, continue to show considerable strength.

investissements de ce genre effectués par l'industrie des dérivés du pétrole et du charbon et par l'industrie chimique, ainsi que ceux qui sont effectués par l'industrie extractive et le secteur des services d'utilité publique. L'inclusion des deux premiers secteurs se justifie du fait qu'une large part de leurs investissements est intimement liée à l'évolution de la production et de l'utilisation de l'énergie dans notre pays; les investissements en raffineries de pétrole constituent la majeure partie des investissements des secteurs du pétrole et du charbon, tandis qu'une forte proportion de la croissance, projetée pour 1975, de la dépense en biens de capital au sein du secteur de la chimie industrielle résulte d'investissements massifs en usines destinées à produire de l'eau lourde et des produits pétrochimiques. Vus sous cet angle, les investissements liés à la production d'énergie expliquent près de la moitié de l'accroissement des dépenses globales d'investissement projetées par les entreprises pour cette année. Pour autant que ces intentions se réalisent, les dépenses énergétiques constitueront la plus forte proportion de l'ensemble des investissements atteinte depuis plus de deux décennies (voir Graphique IV).

Contrairement à l'enquête de Statistique Canada qui prévoit pour l'année en cours un ralentissement de la croissance de l'ensemble des investissements des entreprises, les déclarations faites par les grosses sociétés en avril à l'occasion de l'enquête du Ministère de l'Industrie et du Commerce dénotent pour 1975 une accélération des intentions d'investissement par rapport à 1974. Comme on peut le constater au Graphique V, c'est la première fois depuis que nous disposons de données comparables qu'un tel écart sépare les données fournies par les deux organismes. Il ne faudrait toutefois pas en conclure que les résultats sont nécessairement contradictoires. Les deux relevés font état d'accroissements considérables des investissements liés au secteur énergétique ainsi que des dépenses dans les industries de métaux primaires, du papier et de la pâte à papier, mais la pondération de ces industries est beaucoup plus forte dans l'enquête auprès des sociétés. Toutefois, le ralentissement des dépenses enregistré par l'enquête de Statistique Canada traduit bien, si on le rapproche des renseignements fournis par l'enquête d'avril menée auprès des grosses sociétés, la lourdeur des investissements des petites ou des moyennes entreprises.

Une des étapes du processus d'évaluation des perspectives à court terme des investissements des entreprises consiste à analyser les données relatives aux intentions à la lumière des facteurs qui influencent l'évolution des investissements réels. En général, les investissements des entreprises réagissent avec un certain retard à la tendance générale de l'activité économique, de sorte qu'on les voit souvent s'infléchir quand d'autres secteurs de l'économie commencent à se raffermir. Certains indices donnent à penser

que ce phénomène est en train de se reproduire à l'heure actuelle, en dépit du fait qu'un certain nombre d'influences contradictoires interviennent dans la conjoncture présente. On notera, parmi les éléments encourageants de la situation actuelle, que le nombre impressionnant de grands travaux déjà entamés contribuera à soutenir les investissements. De plus, diverses mesures ont été prises au cours des récents mois dans le but de stimuler les investissements, notamment un crédit d'impôt au titre des investissements, ainsi qu'une diminution des taxes fédérale et provinciales sur la vente de matériaux de construction, de machines et de biens d'équipement. Mais d'autres facteurs exercent une influence négative sur les investissements, à savoir la tenue peu brillante de l'économie au cours de l'année dernière, l'amenuisement des bénéfices, l'apparition d'une marge considérable de capacité inutilisée dans de nombreux secteurs – autant d'éléments qui, à en juger par l'expérience, sont de nature à provoquer un fléchissement marqué des dépenses en immobilisations comparativement aux intentions. Il est vrai que l'actuelle pression à la hausse sur les coûts tendra à soutenir le niveau des dépenses nominales d'investissement, mais ce même renchérissement des coûts contribuera à réduire le volume des investissements. Même dans le cas des données exprimées en dollars courants, les estimations des comptes nationaux pour le second trimestre indiquent que les investissements fixes des entreprises n'ont que légèrement augmenté, tandis qu'un certain nombre d'indicateurs prospectifs laissent présager un certain ralentissement du rythme des investissements. Les commandes de machines et de biens d'équipement diminuent depuis le milieu de l'année dernière, et le nombre d'octrois de contrats commerciaux ou industriels ainsi que celui des permis de construire indiquent également une certaine baisse de l'activité dans le secteur de la construction non résidentielle. Par contre, les octrois de contrats d'ingénierie, qui sont fortement influencés par les investissements dans le domaine énergétique, continuent de faire montre d'une grande fermeté.

Appendix Table Business fixed investment: comparison of intentions with realizations
Annexe–Tableau État comparatif des intentions d'investissement et des investissements réels des entreprises

Percentage change Taux de variation

	Current year compared with year earlier Année en cours comparativement à l'année antérieure				Current year comparisons Comparaisons de données de l'année en cours						
	Intentions Intentions		Realizations Investissements réels		Intentions Intentions	Realizations Investissements réels					
	Beginning of year/ preliminary actual Au début de l'année/ Estimations provisoires des dépenses	Mid-year/ preliminary actual Au milieu de l'année/ Estimations provisoires des dépenses	Preliminary actual/final actual Estimations provisoires/ Données définitives	Final actual/ final actual Données définitives/ Données définitives	Mid-year/ beginning of year Au milieu de l'année/ Au début de l'année	Preliminary actual/ beginning of year intentions Estimations provisoires/ Intentions au début de l'année	Preliminary actual/ mid-year intentions Estimations provisoires/ Intentions au milieu de l'année	Final actual/ beginning of year intentions Données définitives/ Intentions au début de l'année	Final actual/ mid-year intentions Données définitives/ Intentions au milieu de l'année	Final actual/ preliminary actual Données définitives/ Estimations provisoires	
1952	10.5	16.5	10.7	14.7	5.5	0.4	–4.8	3.9	–1.4	3.6	**1952**
1953	3.3	7.6	4.4	8.3	4.1	4.7	0.5	8.5	4.2	3.7	**1953**
1954	–0.2	0.3	–10.9	–8.1	0.5	–7.5	–7.9	–4.5	–5.0	3.2	**1954**
1955	2.3	4.4	3.4	8.1	2.0	4.3	2.3	8.9	6.8	4.5	**1955**
1956	30.3	42.0	35.4	39.6	9.0	8.5	–0.4	11.9	2.7	3.1	**1956**
1957	16.4	19.7	13.8	13.7	2.9	0.8	–2.0	0.7	–2.1	–0.1	**1957**
1958	–10.8	–12.4	–14.3	–13.5	–1.8	–4.0	–2.3	–3.2	–1.4	0.9	**1958**
1959	–4.5	–0.3	–2.8	–1.2	4.4	2.6	–1.7	4.4		1.7	**1959**
1960	6.3	7.9	–0.7	1.3	1.5	–5.0	–6.4	–3.0	–4.5	2.1	**1960**
1961	–2.9	–0.8	–5.3	–2.4	2.2	–0.4	–2.5	2.6	0.4	3.0	**1961**
1962	3.0	5.4	4.0	4.0	2.4	4.1	1.6	4.1	1.7	0.1	**1962**
1963	5.5	8.2	8.2	9.7	2.6	2.6	0.1	4.1	1.5	1.4	**1963**
1964	8.4	19.0	18.8	21.0	9.8	11.2	1.2	13.2	3.1	1.8	**1964**
1965	12.3	19.0	17.1	20.4	6.0	6.2	0.2	9.3	3.0	2.9	**1965**
1966	16.1	23.1	18.1	21.5	6.0	4.7	–1.3	7.7	1.6	2.9	**1966**
1967	–0.1	2.9	–3.5	–0.7	3.0	–0.6	–3.5	2.2	–0.7	2.9	**1967**
1968	–1.1	1.8	–3.9	–4.0	2.9		–2.9	–0.2	–3.0	–0.2	**1968**
1969	8.2	11.3	6.3	8.3	2.9	–1.9	–4.6	–0.1	–2.9	1.8	**1969**
1970	11.4	14.2	8.2	10.5	2.5	–1.1	–3.6	1.0	–1.5	2.2	**1970**
1971	6.4	8.7	5.7	7.7	2.1	1.5	–0.6	3.4	1.3	1.9	**1971**
1972	3.7	7.2	7.2	9.3	3.2	5.4	2.1	7.4	4.1	2.0	**1972**
1973	13.5	19.2	18.8	22.8	5.1	6.8	1.6	10.4	5.1	3.4	**1973**
1974	19.1	25.3	23.7		5.1	7.3	2.1				**1974**
1975	18.1	21.2			2.6						**1975**
Annual average	7.3	11.3	7.1	8.7	3.6	2.2	–1.4	4.2	0.6	2.2	Moyenne annuelle

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

2 September 1975

The Bank of Canada announced tonight that the Bank Rate has been increased from 8¼ per cent to 9 per cent effective September 3, 1975. The Bank Rate has been 8¼ per cent since January 13, 1975.

In commenting on the increase in Bank Rate the Governor of the Bank of Canada, Mr. Gerald K. Bouey, stressed the Bank's continuing concern about the trend of costs and prices in Canada and its determination to take the action required to avoid excessively rapid monetary expansion.

Mr. Bouey noted that money market interest rates in Canada had risen in recent weeks and he said that an adjustment of the Bank Rate was now needed to re-establish a more satisfactory relationship between Bank Rate and money market rates. He said that the upward pressure on interest rates in Canada was basically a reflection of current and prospective demands for credit from both public and private borrowers. Since the rate of monetary expansion was already high, the Bank of Canada had not been prepared to attempt to relieve the upward pressure on money market rates through even more rapid rates of increase in the money supply. He emphasized that it continues to be the Bank of Canada's policy to provide for sufficient monetary growth to support the renewed expansion of economic activity in Canada, but not so much as to jeopardize the country's chances of achieving a moderation over time of the present rate of inflation. The control of inflation is a prerequisite for sustained economic growth.

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 2 septembre 1975

La Banque du Canada a annoncé ce soir un relèvement de son taux d'escompte, qui passe à 9% à compter du 3 septembre 1975. Ce taux avait été fixé à 8¼% le 13 janvier 1975.

À l'occasion de cette hausse du taux d'escompte, M. Gerald K. Bouey, Gouverneur de la Banque du Canada, a fait état de l'inquiétude de la Banque devant la tendance des coûts et des prix au Canada et souligné la détermination de la Banque à prendre les mesures nécessaires pour éviter une expansion monétaire excessive.

M. Bouey a ajouté que les taux d'intérêt du marché monétaire au Canada ont augmenté ces dernières semaines et qu'il était devenu nécessaire d'ajuster le taux d'escompte de la Banque du Canada afin d'établir un rapport plus satisfaisant entre le taux d'escompte et les taux du marché monétaire. M. Bouey a déclaré que la pression à la hausse sur les taux d'intérêt au Canada s'explique fondamentalement par la demande actuelle et prévue de crédit de la part des secteurs public et privé. Étant donné le rythme déjà rapide de l'expansion monétaire, la Banque du Canada n'avait pas été disposée à tenter d'atténuer la pression à la hausse sur les taux du marché monétaire en augmentant encore plus rapidement la masse monétaire. La Banque du Canada, de préciser le Gouverneur, continue d'avoir pour politique de permettre une croissance monétaire suffisante pour appuyer la relance de l'activité économique au Canada, mais sans aller jusqu'à mettre en péril les chances d'arriver à une modération du rythme actuel d'inflation, car il est indispensable de maîtriser l'inflation pour atteindre à une croissance économique durable.

Financial developments in 1975

Financial developments in Canada this year have been characterized by relatively strong credit demands, rising interest rates and high rates of monetary growth.

During the second half of 1974, as the pace of economic activity slackened, the Bank of Canada had acted to facilitate a downward adjustment of interest rates. Similar adjustments had also been made in the United States and in major overseas countries, where the economic downturn had begun some months earlier; by year-end the structure of both domestic and international interest rates had reached a substantially lower level. In line with the decline that had already taken place in short-term interest rates, the Bank Rate, which had been lowered by ½ percentage point in November 1974, was further reduced from 8¾ per cent to 8¼ per cent in January 1975. For a brief period after that money market rates continued to drop and the Bank of Canada, concerned that the declines had become too sharp, adopted a somewhat less accommodative stance towards the provision of cash reserves to the banking system. Interest rates fell only slightly further over the next month and a half.

Aggregate spending is estimated to have increased slightly in the first quarter of 1975, despite a sharp decline in real output, and then to have risen quite strongly in the second quarter, reflecting a continued rise in prices and, to a lesser extent, a recovery in real economic activity. Data now available for the first half of the year show that consumer spending on durable goods increased markedly in the first quarter, that expenditure on new housing rebounded in the second quarter and that investment outlays of both business and governments, while not growing rapidly, continued to run at relatively high levels throughout the first half of the year.

All of this was reflected in credit markets: consumers and businesses raised substantial amounts of funds during the first half of 1975, although less than in the corresponding period of 1974; mortgage borrowing picked up strongly in the second quarter from the depressed level

L'évolution de la situation financière en 1975

La conjoncture financière au Canada a été caractérisée cette année par une relative vigueur de la demande de crédit, par une hausse des taux d'intérêt et par un rythme élevé d'expansion monétaire.

Au second semestre de 1974, la Banque du Canada avait pris, en raison du ralentissement de l'activité économique, des mesures visant à faciliter un ajustement à la baisse des taux d'intérêt. Des dispositions analogues avaient été prises aux États-Unis et dans les grands pays d'outre-mer, où la récession économique avait commencé quelques mois plus tôt; à la fin de l'année, l'ensemble des taux d'intérêt avait sensiblement baissé tant au Canada qu'à l'étranger. À la suite de la diminution du loyer de l'argent à court terme, le taux d'escompte, qui avait été réduit d'un demi-point en novembre 1974, fut de nouveau abaissé en janvier 1975, passant ainsi de 8¾% à 8¼%. Par la suite, les taux du marché monétaire continuèrent de fléchir pendant une courte période, et la Banque du Canada, estimant exagérée l'ampleur de ce phénomène, adopta une politique de gestion des réserves-encaisse un peu plus restrictive. Le loyer de l'argent ne marqua plus qu'une légère diminution pendant les quelque six semaines qui suivirent ce changement d'attitude.

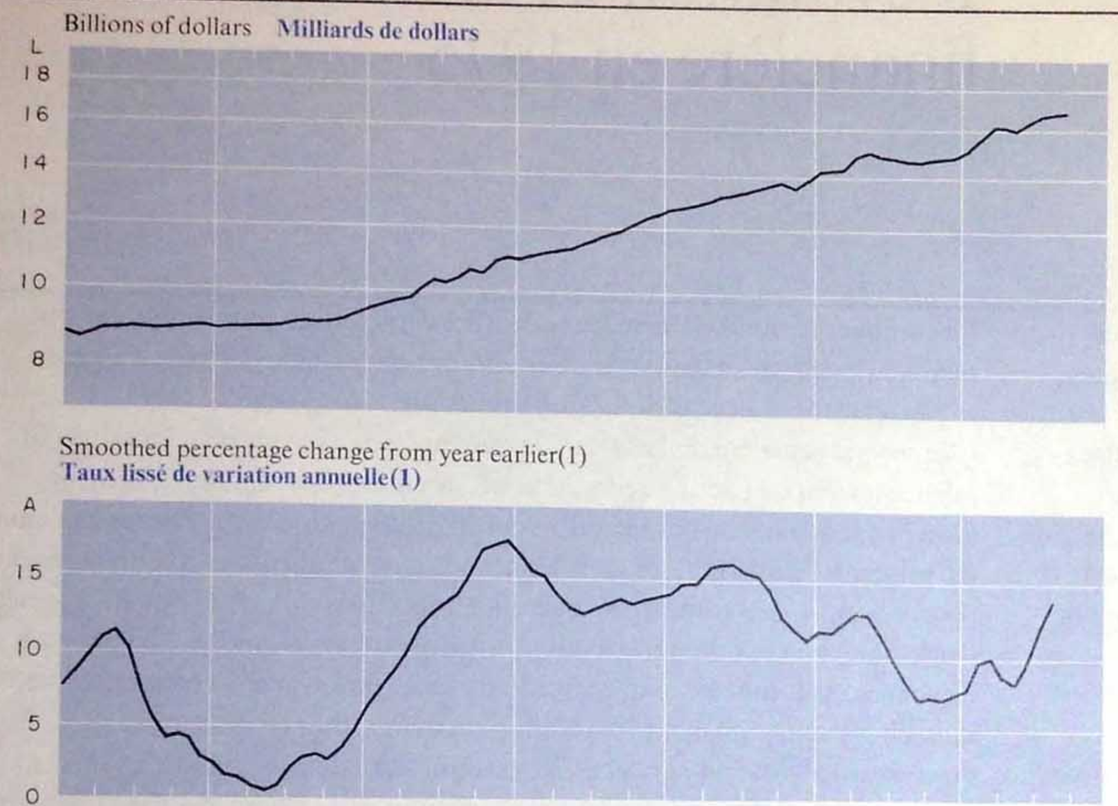
Selon les estimations, la dépense globale a, malgré le net recul de la production réelle, augmenté légèrement au premier trimestre de 1975, puis assez rapidement au deuxième trimestre, ce qui s'explique par la hausse continue des prix et, dans une plus faible mesure, par une reprise de l'activité économique en termes réels. Les données du premier semestre de l'année montrent que les dépenses des ménages en biens durables ont nettement progressé au premier trimestre, que les dépenses au titre de logements neufs ont connu un regain au deuxième trimestre, et que les dépenses d'investissement des entreprises et des gouvernements, sans marquer de croissance rapide, ont continué de se maintenir à des niveaux relativement élevés durant tout le premier semestre de l'année.

Tous ces éléments de la conjoncture ont eu une influence sur les marchés du crédit: au premier semestre de 1975, consommateurs et entreprises ont obtenu des concours financiers importants, encore que moindres que les montants recueillis pendant la période correspondante de 1974; les prêts hypothécaires

Chart I
Graphique I

Currency and chartered bank demand deposits
Monnaie hors banques et dépôts à vue dans les banques à charte

Seasonally adjusted, monthly average of Wednesdays
Moyenne mensuelle des mercredis, données désaisonnalisées



(1) Calculated from centred 3-month moving averages.

(1) Calculé à partir de moyennes mobiles centrées sur trois mois.

of the first three months of 1975; and provincial governments substantially increased their borrowings in the first half of the year compared with a year earlier. Upward pressure on interest rates emerged towards the end of the first quarter and, after a hiatus in the late spring, intensified in the third quarter. At the same time increases in interest rates in the U.S. and Euro-dollar markets in the early summer reinforced the pressures in Canadian financial markets.

The recent growth of currency and demand deposits, the main forms of money used for making payments in Canada, has followed the pattern shown in Chart I.* Although this series is subject to rather wide fluctuations over short periods, it will be seen that its underlying trend from the second quarter of 1973 until late in 1974 was clearly decelerating. This was followed by a brief resumption of rapid monetary growth

*This relatively narrow concept of the money supply, often referred to as M1, is one of the most commonly used indicators of the rate of monetary expansion both in Canada and many other countries.

se sont fortement redressés au second trimestre, après avoir fait montre de peu de vigueur au cours des trois premiers mois de 1975; enfin, les gouvernements provinciaux ont emprunté sensiblement plus d'argent au premier semestre de 1975 que pendant la même période de 1974. Le loyer de l'argent a commencé à subir vers la fin du premier trimestre des pressions à la hausse qui, après une période d'accalmie à la fin du printemps, se sont intensifiées au troisième trimestre. À la même époque, la hausse des taux d'intérêt survenue au début de l'été sur le marché américain et sur celui de l'euro-dollar est venue renforcer les pressions dont les marchés financiers canadiens étaient l'objet.

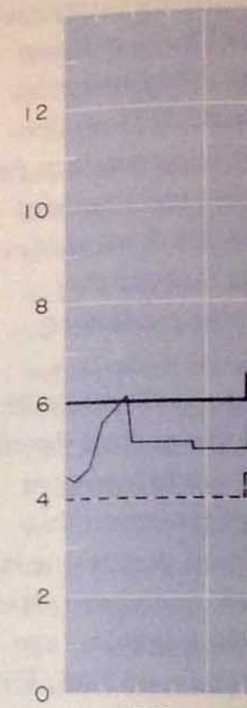
L'expansion de la monnaie et des dépôts à vue, principaux moyens de paiement utilisés au Canada, a suivi ces dernières années le profil retracé au Graphique I*. Bien que cette série accuse des fluctuations plutôt prononcées sur

*Cette définition relativement étroite de la masse monétaire, souvent appelée M1, constitue un des indicateurs du taux d'expansion monétaire les plus fréquemment utilisés au Canada et dans de nombreux autres pays.

Chart II
Graphique II

Monthly **Données m**

Chartered bank typica
Quelques taux bancair



(1) Between June 1972 and Winnipeg agreement.

(1) De juin 1972 à octobre 1 de Winnipeg.

Long-term rates
Taux d'intérêt à long-

Canada
Canada

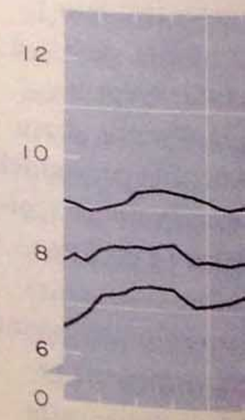
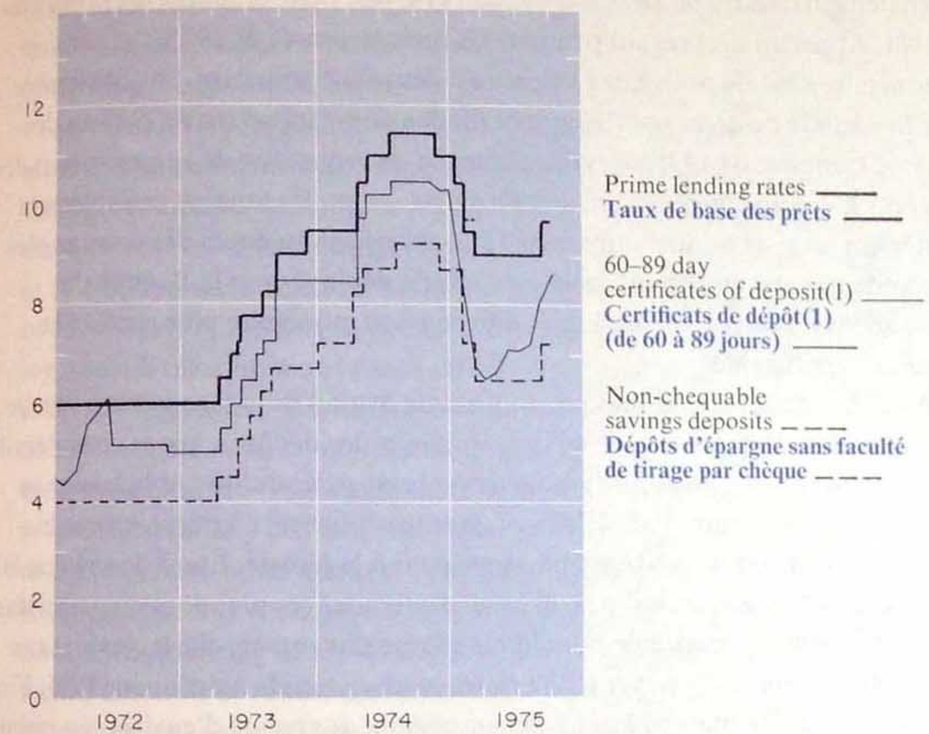


Chart II
Graphique II

Interest rates
Taux d'intérêt

Monthly **Données mensuelles**

Chartered bank typical rates
Quelques taux bancaires représentatifs



Prime lending rates ——
Taux de base des prêts ——

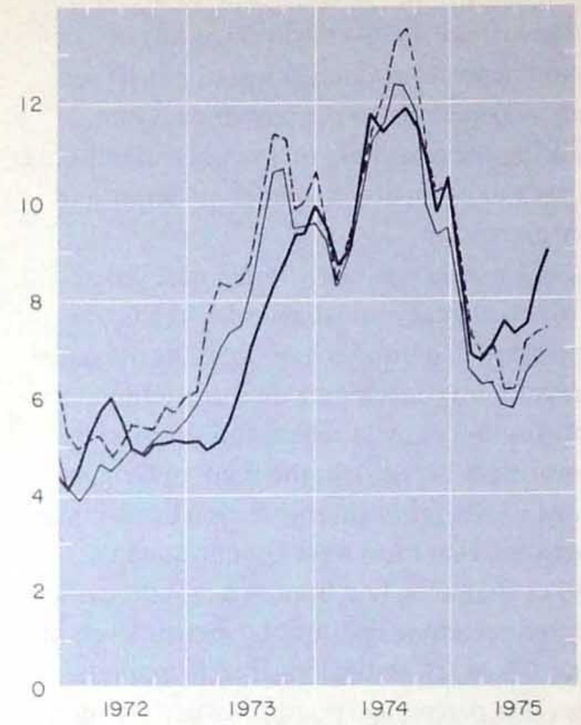
60–89 day
certificates of deposit(1) ——
Certificats de dépôt(1)
(de 60 à 89 jours) ——

Non-chequable
savings deposits – – –
Dépôts d'épargne sans faculté
de tirage par chèque – – –

(1) Between June 1972 and October 1974, rates prevailing under the Winnipeg agreement.

(1) De juin 1972 à octobre 1974, taux conformes à la Convention de Winnipeg.

Short-term (3-month) rates
Taux à court terme (3 mois)



Euro-dollar rate – – –
Taux de l'eurodollar – – –

Canada:
short-term paper(1) ——
Canada:
papier à court terme(1) ——

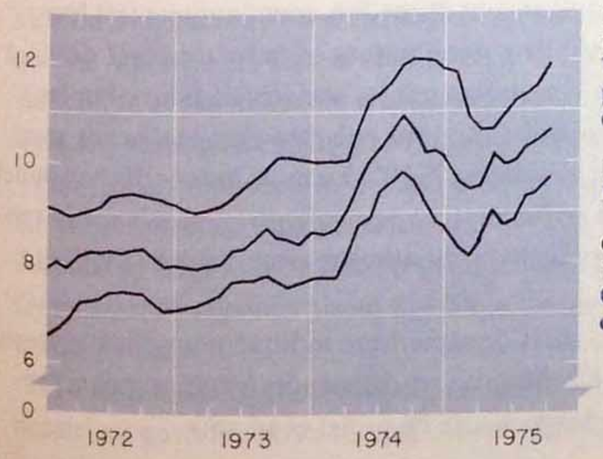
United States:
short-term paper(2) ——
États-Unis:
papier à court terme(2) ——

(1) Finance company paper.
(2) Dealer-placed commercial paper.

(1) Papier des sociétés de financement.
(2) Papier commercial placé par des négociants en valeurs mobilières.

Long-term rates
Taux d'intérêt à long-terme

Canada
Canada

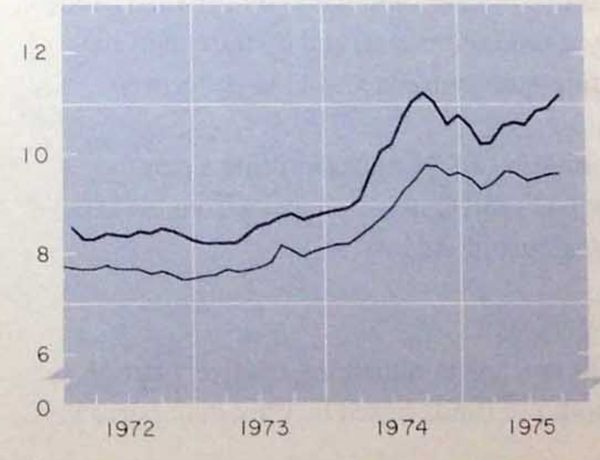


Prime conventional
residential mortgages
Taux préférentiel des
prêts hypothécaires
ordinaires à l'habitation

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 industrial bonds ——
Canada:
10 obligations industrielles ——

United States:
corporate bond average ——
États-Unis:
taux de rendement moyen
des obligations des sociétés ——

in the early months of 1975, which moderated during the second quarter. Over the two-year period taken as a whole – that is, from the second quarter of 1973 to the second quarter of 1975 – the average rate of growth of currency and demand deposits in Canada was about 10 per cent a year. This was appreciably below the 15 per cent annual rate experienced on the average during the preceding two years, and reflected the efforts of the Bank of Canada to bring about a more moderate and sustainable pace of monetary expansion.

Early this summer the Bank of Canada was faced with a renewed acceleration of the rate of growth of currency and demand deposits to a pace that it considered too rapid to be allowed to continue. At the same time considerable upward pressure was developing on short-term interest rate levels in Canada. Since it was unwilling to relieve this pressure by permitting even more rapid monetary expansion, the Bank of Canada allowed market rates of interest to rise fairly sharply during the summer. By the end of August short-term market rates were about one and a quarter percentage points higher than they had been two months earlier, and about one and three-quarter percentage points above their levels at the low point early in 1975 (see Chart II). In the longer term markets, bond yields had risen by about one percentage point since early March and there had been a comparable increase in mortgage rates.

On 3 September, the Bank of Canada raised the Bank Rate from 8¼ per cent to 9 per cent. Increases in the main administered borrowing and lending rates of financial institutions followed immediately. Among these, the chartered banks' prime lending rates were raised from 9 per cent to 9¾ per cent and rates paid on personal non-chequable savings deposits by both banks and trust companies were also increased by three quarters of a percentage point to 7¼ per cent. Rates on personal fixed-term deposits were raised by a similar amount, and by the end of the third quarter mortgage lending rates ranged from 11¾ per cent to 12¼ per cent.

Preliminary figures for the month of September indicate a marked slowing of the growth of currency and demand deposits from the rapid rates of increase recorded in July and August.

Financing by major borrowers

With total demands for credit in Canada remaining relatively strong in the first half of 1975, the amount of funds raised by Canadian borrowers

de courtes périodes, il est évident qu'elle affichait fondamentalement, du deuxième trimestre de 1973 à la fin de 1974, une nette tendance au ralentissement. Après un bref regain pendant les premiers mois de 1975, l'expansion monétaire s'est de nouveau modérée au deuxième trimestre. Sur l'ensemble de la période de deux ans s'étendant du deuxième trimestre de 1973 au deuxième trimestre de 1975, le rythme moyen de croissance de la monnaie et des dépôts à vue au Canada a été d'environ 10% l'an. Ce taux est sensiblement inférieur au taux annuel moyen de 15% enregistré au cours des deux années précédentes et a été atteint grâce aux efforts déployés par la Banque du Canada pour en arriver à un taux d'expansion monétaire plus modéré et mieux supportable.

Au début de cet été, la Banque du Canada avait à faire face à une nouvelle accélération de la croissance de la monnaie et des dépôts à vue et considérait que celle-ci avait atteint un rythme trop rapide pour qu'on pût la laisser se poursuivre sans frein. Parallèlement, les taux d'intérêt à court terme subissaient au Canada de considérables pressions à la hausse. Étant donné que la Banque du Canada n'était pas disposée à atténuer ces pressions en permettant à l'expansion monétaire de s'accélérer encore davantage, elle laissa les taux d'intérêt du marché s'élever à une cadence assez rapide au cours de l'été. Fin août, les taux du marché à court terme avaient augmenté d'environ un point un quart par rapport à leur niveau de juin, ou d'un point trois quarts par rapport au creux enregistré au début de 1975 (voir Graphique II). Sur les marchés à long terme, le taux de rendement des obligations avait augmenté d'environ un point depuis le début de mars et les taux des prêts hypothécaires avaient enregistré une augmentation du même ordre.

Le 3 septembre dernier, la Banque du Canada a porté son taux d'escompte de 8¼% à 9%. Les principaux taux administrés, tant débiteurs que créditeurs, des établissements financiers ont immédiatement augmenté à leur tour. Ainsi, le taux débiteur de base des banques à charte est passé de 9% à 9¾% et le taux versé par les banques et par les sociétés de fiducie sur les comptes d'épargne sans faculté de tirage par chèques s'est également accru de trois quarts de point pour s'établir à 7¼%. Le taux des dépôts personnels à terme fixe a enregistré une augmentation équivalente et, vers la fin du troisième trimestre, le taux des prêts hypothécaires se situait entre 11¾% et 12¼%.

Les données provisoires du mois de septembre indiquent un ralentissement sensible de la progression de la monnaie et des dépôts à vue, comparativement à l'accroissement rapide enregistré en juillet et en août.

from all sources totalled $12.9 billion or some $800 million more than in the same period of 1974 (see Table I). There were, however, some important shifts both in the demands for credit by the various major borrowing groups and the ways in which these demands were met.

There was a very large increase in the amount of funds raised by provinces and municipalities and their enterprises during the first half of this year compared with a year earlier. This more than offset a somewhat lower level of borrowing by the private non-financial sector which at $9.1 billion was some $1.3 billion below the corresponding period of 1974. Most of the decline occurred in mortgage and consumer financing, though the amount of funds raised by these sectors remained at relatively high levels. Borrowing by non-financial businesses was of about the same order of magnitude as during the first half of 1974. However, in an effort to restructure their liabilities, many businesses borrowed substantially less from financial institutions and instead turned to the long-term bond market for a much higher proportion of their requirements. Since the provincial-municipal sector traditionally meets most of its financing needs through bond financing and was raising record amounts of funds, demands on longer term capital markets were exceptionally heavy. In total, funds raised by all borrowers through net new issues of Canadian dollar bonds amounted to $2.9 billion or $1.3 billion more than in the corresponding period of 1974 (see Appendix Table I).

During the first half of 1975, the Canadian dollar net financing requirements of the Government of Canada amounted to $1.9 billion, some $800 million more than in the first half of 1974. There were net receipts of Canadian dollars as a result of official operations in the foreign exchange market, but the financing required for domestic transactions totalled $2.5 billion compared with about $850 million a year earlier. All of the financing requirements during the first half of 1975 were met through a rundown of Government deposit balances which were at a very high level at the end of 1974. Outstanding Canadian dollar Government of Canada securities (outside Government accounts) declined by $227 million (see Appendix Table II). Since mid-year the Government has raised about $1 billion through net sales of bonds and treasury bills.

On a national accounts basis, the combined deficit of the provincial and municipal governments widened substantially in the first half of 1975.

Financement octroyé aux principales catégories d'agents économiques

La demande globale de crédit continuant de faire preuve d'une relative vigueur dans notre pays au cours du premier semestre de 1975, le montant des concours obtenus auprès de toutes les sources de financement au Canada s'est élevé à 12.9 milliards de dollars. Ce chiffre représente une augmentation de quelque 800 millions comparativement à la période correspondante de 1974 (voir Tableau I). Toutefois, la composition de la demande globale des principales catégories d'agents économiques et la façon dont ces demandes ont été satisfaites se sont sensiblement modifiées.

Le financement obtenu au premier semestre de cette année par les provinces, par les municipalités et par leurs entreprises a très largement dépassé celui qu'elles avaient recueilli un an plus tôt. Cette augmentation a plus que contrebalancé la réduction relativement légère des concours reçus par le secteur privé, établissements financiers exclus, concours qui se sont établis à 9.1 milliards de dollars, soit à 1.3 milliard au-dessous du montant obtenu pendant la période correspondante de 1974. Ce sont surtout les prêts hypothécaires et les prêts à la consommation qui ont diminué, encore que les concours obtenus à ces chapitres soient restés relativement élevés. Le financement externe des entreprises non financières a été du même ordre de grandeur qu'au cours du premier semestre de 1974. Toutefois, nombre de celles-ci, désireuses de modifier la structure de leur passif, ont emprunté sensiblement moins des institutions financières et se sont adressées davantage au marché des obligations à long terme. Étant donné qu'il est de tradition pour les provinces et les municipalités de se financer en majeure partie sur le marché obligataire et qu'elles l'ont fait au premier semestre de 1975 dans une mesure sans précédent, la demande sur le marché des capitaux à long terme a été exceptionnellement forte. Au total, l'émission nette d'obligations en dollars canadiens a rapporté 2.9 milliards de dollars, soit 1.3 milliard de plus qu'au cours de la période correspondante de 1974 (voir Tableau I de l'Annexe).

Au premier semestre de 1975, les besoins nets de financement en dollars canadiens du gouvernement fédéral se sont élevés à 1.9 milliard de dollars, augmentant de quelque 800 millions par rapport au premier semestre 1974. Les opérations officielles sur le marché des changes se sont soldées par une entrée nette de dollars canadiens, mais les besoins de financement relatifs aux opérations intérieures ont totalisé 2.5 milliards de dollars, contre environ 850 millions un an plus tôt. Tous ces besoins de financement ont pu être satisfaits au cours du premier semestre de 1975 par des prélèvements sur les comptes

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

Billions of dollars En milliards de dollars

	1972 1972	1973 1973	1974 1974	1974 I I	1974 II II	1975 I I	
FUNDS RAISED							FINANCEMENT OBTENU
Private non-financial business	4.6	7.0	10.3	5.3	5.0	4.9	Entreprises non financières du secteur privé
Mortgage borrowers[1]	4.0	6.3	6.2E	3.5E	2.7E	2.9E	Emprunteurs hypothécaires[1]
Consumers	2.2	2.8	2.9	1.6	1.3	1.3	Ménages
Total private borrowing	10.8	16.1	19.4E	10.4E	9.0E	9.1E	Ensemble du secteur privé
Provinces and municipalities[2]	3.6	3.3	4.4	1.8	2.6	4.0	Provinces et municipalités[2]
Sub-total	14.4	19.4	24.9E	12.3E	11.6E	13.1E	Total partiel
Government of Canada[3]	1.6	–0.1	4.2	–0.1	4.3	–0.2	Gouvernement canadien[3]
Total	16.0	19.3	28.0E	12.1E	16.0E	12.9E	Total
TYPES OF FINANCING							FORMES DE FINANCEMENT
Loans and mortgages							Prêts et crédit hypothécaire
Chartered banks	4.9	7.1	8.0	4.5	3.4	3.8	Banques à charte
Non-banks	4.1	7.2	7.6E	4.4E	3.2E	2.7E	Institutions autres que les banques
Canadian dollar marketable securities							Titres négociables libellés en dollars canadiens
Treasury bills and short-term paper	0.2	0.5	2.4	1.0	1.4	1.2	Bons du Trésor et papier à court terme
Bonds	2.5	2.0	3.3	1.6	1.8	2.9	Obligations
Stocks	0.4	0.4	0.4	0.1	0.3	0.4	Actions
Foreign currency securities[4]	0.9	0.6	1.9	0.7	1.1	1.5	Obligations en monnaies étrangères[4]
Canada Savings Bonds	1.2	–0.4	2.4	–1.0	3.4	–0.4	Obligations d'épargne du Canada
Others[5]	1.7	2.0	2.1	0.8	1.3	0.8	Autres[5]
Total	16.0	19.3	28.0E	12.1E	16.0E	12.9E	Total

(1)These are principally mortgages secured by residential property. The figures exclude net mortgage lending by governments and their agencies, notably CMHC, which is reflected in the financing requirements of the respective governments.
(2)Includes government enterprises. Loans from the Government of Canada are excluded.
(3)Net changes in Canadian dollar Government of Canada securities outside Government accounts; does not include temporary financing resulting from swap transactions between the Bank of Canada and the Exchange Fund Account. The figures shown are not a measure of Government of Canada cash requirements.
(4)Includes Canadian dollar bonds placed in overseas markets.
(5)Provincial and municipal securities purchased with Canada Pension Plan funds, consumer credit extended by other than financial institutions and direct investment from abroad.

(1)Il s'agit principalement ici de prêts hypothécaires à l'habitation. Non compris le montant net des prêts hypothécaires consentis par les gouvernements ou leurs agences, particulièrement la S.C.H.L., qui figurent dans les besoins de financement 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 du gouvernement. Les chiffres ne comprennent pas le financement temporaire résultant d'opérations swaps entre la Banque du Canada et le Fonds des changes et ne constituent pas des indicateurs des besoins de trésorerie du gouvernement canadien.
(4)Y compris les obligations libellées en dollars canadiens placées sur les marchés d'outre-mer.
(5)Comprend les titres de provinces ou de municipalités achetés avec des fonds du Régime de pensions du Canada, le crédit à la consommation provenant de sources autres que les institutions financières et les investissements directs des non-résidents au Canada.

In addition capital investment by government enterprises ran well above the year earlier level. Total funds raised by these governments together with their enterprises amounted to over $4 billion, more than twice as much as in the first half of 1974. As shown in Appendix Table II, the increase was met primarily through net new issues of bonds. In addition to a sizeable increase in the amount of funds raised in Canadian

créditeurs du gouvernement, qui étaient bien pourvus à la fin de 1974. L'encours des titres en dollars canadiens du gouvernement fédéral (non compris les titres dans les portefeuilles de l'État) a baissé de 227 millions de dollars (voir Tableau II de l'Annexe). Depuis le milieu de l'année, les ventes nettes d'obligations et de bons du Trésor ont procuré au gouvernement environ 1 milliard de dollars.

markets, there were also large sales of provincial bonds in foreign markets, mainly in the United States. (The $1.5 billion of net new bonds placed abroad by provinces accounted for most of the long-term capital inflow observed in the first half of the year.) Net borrowing in short-term forms – bank loans in the case of municipalities and treasury bills and other paper in the case of provinces – was also appreciably higher than in the same period of last year.

Credit market borrowing by private non-financial businesses in the first half of 1975 amounted to $4.9 billion. This was slightly less than the total of funds raised in the corresponding period of last year. Although there was a decline in internally generated funds, the growth of outlays on plant and equipment slowed and there was a significant reduction in the rate of inventory accumulation. In addition, corporations substantially reduced their rate of accumulation of financial assets. As noted earlier, non-financial businesses relied more heavily on longer term sources of financing; a shift of this sort is fairly typical of periods of cyclical weakening in investment spending. During the period from 1971 to 1974, with investment outlays on a strongly rising trend, borrowing by businesses from financial institutions (particularly the chartered banks) steadily increased in importance. In addition, these corporations also borrowed heavily in the short-term paper market in 1974. Although part of the borrowing from banks was in the form of term loans, the large requirements for external financing observed over the last two years were mainly met by short-term borrowing. In 1975, when total borrowing by business was less than in 1974, a high proportion was met by bond issues, as corporations set about lengthening the term structure of their debt, and the increase in loans was considerably less than in 1974. This pattern of financing was quite similar to that observed towards the end or just following the recessionary periods of 1966-67 and 1969-70.

In total, non-financial businesses raised $1½ billion in the domestic bond market during the first six months of this year, more than during the whole of 1974 (see Appendix Table III). At the same time borrowing from chartered banks, which in the first six months of 1974 had accounted for nearly half of the total funds obtained by non-financial businesses, accounted for only about a third of the total raised this year. The amount of funds provided by other financial institutions was also considerably less; in particular loans from institutions affiliated with foreign banks, which had increased substantially in the first half of 1974, showed a net decline. Borrowing in the short-term paper market (mostly

En termes de comptabilité nationale, le déficit global des administrations provinciales et municipales s'est sensiblement accru au premier semestre de 1975. De plus, les investissements des entreprises du secteur public ont été bien supérieurs à ceux du semestre correspondant de l'année précédente. L'ensemble des concours obtenus par les provinces, par les municipalités et par leurs entreprises s'est chiffré à plus de 4 milliards de dollars, ce qui représente plus du double du montant obtenu au premier semestre de 1974. Comme nous pouvons le constater au Tableau II de l'Annexe, cette augmentation a surtout été financée par des émissions nettes d'obligations. En plus d'accroître sensiblement le montant des concours demandés aux marchés canadiens, les provinces ont effectué des appels massifs de capitaux sur les marchés obligataires étrangers, en particulier sur le marché américain. (De fait, le milliard et demi de dollars d'argent frais ainsi obtenu à l'étranger par les provinces est à l'origine de la plus grande partie de l'afflux de capitaux à long terme observé au cours du premier semestre de l'année.) Le montant net des emprunts à court terme, prêts bancaires dans le cas des municipalités, bons du Trésor et titres divers dans le cas des provinces, a également marqué une progression sensible par rapport à la période correspondante de l'année dernière.

Le financement obtenu sur le marché par les entreprises non financières du secteur privé a totalisé au premier semestre de cette année 4.9 milliards de dollars, chiffre légèrement inférieur à celui des concours financiers obtenus un an plus tôt. Parallèlement à une contraction des ressources d'autofinancement, il s'est produit un ralentissement des investissements en outillage et en équipement et une nette diminution du rythme de formation des stocks. De plus, les sociétés ont sensiblement réduit le taux d'accroissement de leurs avoirs financiers. Comme il a été indiqué plus tôt, les entreprises non financières ont fait davantage appel à des sources de financement à long terme; un tel phénomène est assez typique des périodes d'affaiblissement cyclique des dépenses en immobilisations. Au cours de la période de vive croissance des dépenses d'investissement qui va de 1971 à 1974, les entreprises ont constamment accru leurs recours aux institutions financières (en particulier aux banques à charte). En 1974, ces sociétés ont en outre emprunté beaucoup d'argent par émission de papier à court terme. Si une partie des fonds obtenus des banques l'a été sous la forme de prêts à terme fixe, c'est surtout par des emprunts à court terme que ces entreprises ont couvert les gros besoins de financement externe enregistrés au cours des deux dernières années. En 1975, les entreprises se sont moins endettées qu'en 1974 et ont, dans le but d'allonger la durée moyenne de leurs exigibilités, recouru largement au marché obligataire, de sorte que la progression des emprunts contractés auprès des

in the form of bankers' acceptances), continued to run at a fairly high level, and there was undoubtedly some substitution by business borrowers of paper for bank loans, as short-term market rates were generally well below the banks' prime lending rates throughout the period. However, this shift was to some extent reversed in the third quarter as the rate differential between paper and loans narrowed.

Turning to the mortgage market, the pace of housebuilding activity continued to decline through the winter but then rose sharply through the spring and summer. Lending to finance the purchase of existing properties had begun to strengthen somewhat earlier and the value of total mortgage approvals, which in the first quarter of 1975 had run some 25 per cent less than a year earlier, in the second quarter averaged about 30 per cent higher than in the corresponding period of 1974. Partly reflecting the stronger demand, mortgage lending rates began to move up again after March. Some mortgage lenders (most notably the chartered banks), in a series of moves beginning in May, introduced more stringent non-rate lending terms for existing housing in an attempt to channel more of the available funds to new housing. Nevertheless, over the first six months of this year, existing properties accounted for over half of the increase in the value of total residential mortgage loan approvals.

The growth of mortgage investment by major private lenders during the first half of the year was still well below the high rate in the first half of 1974. On a seasonally adjusted basis, however, it was somewhat more rapid than in the second half of 1974 (see Table II). A much more pronounced recovery is evident when the data are looked at on a quarterly basis: the growth in mortgage investment, after declining steadily from mid-1974, turned up sharply in the second quarter of this year. The strengthening was evident in the activity of most lending institutions but was especially marked in the case of the banks and, to a lesser extent, the trust and mortgage loan companies.

Total consumer credit outstanding increased at a seasonally adjusted annual rate of 13 per cent in the first half of 1975, about the same rate as in the second half of last year but well below the pace prevailing during 1973 and the first half of last year. This growth occurred mostly in the first quarter when consumer outlays on durables were especially strong. In the second quarter, the rate of growth of consumer credit was much more moderate. The chartered banks provided most of the increase in consumer credit in the first half of this year (see Table III).

institutions financières a été considérablement moindre qu'en 1974. Le financement externe des entreprises a donc eu une évolution tout à fait similaire à celle qui avait caractérisé la fin ou le lendemain des périodes de récession de 1966-1967 et de 1969-1970.

Au cours des six premiers mois de cette année, les entreprises non financières ont obtenu sur le marché obligataire national des concours totalisant 1.5 milliard de dollars, soit davantage que durant toute l'année 1974 (voir Tableau III de l'Annexe). Pendant ce semestre, les prêts que leur ont octroyés les banques à charte ne représentaient plus qu'environ le tiers du financement externe obtenu par ce secteur, alors qu'ils en avaient constitué près de la moitié au premier semestre de 1974. Le crédit accordé par les autres institutions financières a également considérablement diminué; les prêts consentis aux entreprises non financières par les établissements affiliés à des banques étrangères en particulier, qui avaient considérablement augmenté au premier semestre de 1974, ont enregistré un très net recul cette année. Le recours au papier commercial à court terme (principalement sous la forme d'acceptations bancaires) a continué d'être passablement élevé, les entreprises ayant sans doute renoncé dans une certaine mesure au crédit bancaire pour émettre du papier commercial, vu que le loyer de l'argent sur le marché à court terme était en général bien inférieur aux taux de base des banques durant toute cette période. Toutefois, ce processus a connu un certain revirement au troisième trimestre, l'écart entre le coût du papier et celui du prêt s'étant amenuisé.

Si l'on regarde le marché du prêt hypothécaire, on remarque que le rythme de la construction de logements a continué de ralentir au cours de l'hiver, pour enregistrer une vive hausse au printemps et à l'été. Auparavant, les prêts destinés à l'achat de logements existants avaient enregistré une certaine reprise, et le montant global des autorisations de prêt hypothécaire, qui avait baissé d'à peu près 25% au premier trimestre de 1975 par rapport à la période correspondante de l'année 1974, s'établissait au second trimestre à un niveau moyen d'environ 30% supérieur à celui de la période correspondante de 1974. En partie sous l'influence du renforcement de la demande, les taux des prêts hypothécaires s'inscrivirent de nouveau en hausse après le mois de mars. Dans le but de canaliser une plus grande partie des fonds disponibles vers la construction de logements, certains prêteurs, en particulier les banques à charte, ont commencé à partir de mai à assortir les prêts sur les logements existants de conditions plus rigoureuses, sans toutefois augmenter les taux d'intérêt. Néanmoins, au cours des six premiers mois de l'année, l'accroissement des prêts sur les logements existants représentait plus de la moitié de l'augmentation globale des autorisations de prêt hypothécaire à l'habitation.

Table II
Tableau II

Charte
Trust and mortgage loan c
Life insuranc
Other financial in

*Principally mortgages se
chartered banks and trust
(2)Residential mortgages
(3)Includes mortgage com
(4)Includes credit unions
savings bank, fire and cas
seasonally adjusted.

Table III
Tableau III

Chartered ba
Sales finance and consu
loan compani
Credit unions
caisses populair
Othe

T

(1)Includes credit extende
bank, department stores,
of oil company and other

ı'en 1974. Le
on tout à fait
des périodes de

rises non finan-
oncours totalisant
nnée 1974 (voir
ue leur ont octroyés
iers du finance-
constitué près de
ar les autres insti-
; les prêts consentis
és à des banques
gmenté au premier
ée. Le recours au
forme d'accepta-
entreprises ayant
ncaire pour émettre
arché à court terme
es durant toute cette
ment au troisième
étant amenuisé.
que que le rythme
cours de l'hiver,
uparavant,
enregistré une
prêt hypothécaire,
1975 par rapport à
second trimestre à
riode correspon-
de la demande, les
hausse après le mois
es fonds disponibles
rticulier les banques
sur les logements
gmenter les taux
année, l'accroisse-
s de la moitié de
aire à l'habitation.

Table II
Tableau II

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

	Billions of dollars June 1975 En milliards de dollars Juin 1975	Percentage change Variation en %						
		December to December De décembre à décembre			Annual rates, seasonally adjusted Taux annuels, données désaisonnalisées			
		1972 1972	1973 1973	1974 1974	1974 1974 I I	1974 II II	1975 1975 I I	
Chartered banks[2]	6.8	47	34	32	37	30	27	Banques à charte[2]
Trust and mortgage loan companies[3]	15.5	21	30	20	28	13	19	Sociétés de fiducie ou de prêt hypothécaire[3]
Life insurance companies	8.5E	5	8	9	10E	7E	7E	Compagnies d'assurance-vie
Other financial institutions[4]	9.4E	26	36	24E	32E	17E	18E	Autres institutions financières[4]
Total	40.2E	19	25	20E	25E	15E	18E	Total

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

*Il s'agit principalement ici de prêts hypothécaires à l'habitation. Sauf en ce qui concerne les banques et les sociétés de fiducie ou de prêt hypothécaire, les chiffres de juin 1975 sont des estimations.
[2]Ne comprend que les prêts hypothécaires à l'habitation.
[3]Comprend les sociétés de prêt hypothécaire liées à des banques à charte.
[4]Comprend les caisses populaires et credit unions, les caisses de retraite, les sociétés de financement, une banque d'épargne opérant au Québec, les compagnies d'assurance-incendie ou d'assurance-accidents, les fonds de placement immobilier et les fonds mutuels; données non désaisonnalisées.

Table III
Tableau III

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

	Billions of dollars June 1975 En milliards de dollars Juin 1975	Percentage change Variation en %						
		December to December De décembre à décembre			Annual rates, seasonally adjusted Taux annuels, données désaisonnalisées			
		1972 1972	1973 1973	1974 1974	1974 1974 I I	1974 II II	1975 1975 I I	
Chartered banks	12.0	24	24	22	24	20	19	Banques à charte
Sales finance and consumer loan companies	2.9	12	10	2	6	–1	–5	Sociétés de financement ou de prêt à la consommation
Credit unions and caisses populaires	3.0	18	21	14	23	7	20	Caisses populaires et credit unions
Other[1]	3.9	8	12	16	19	13	8	Autres prêteurs[1]
Total	21.8	17	19	16	20	14	13	Total

[1]Includes credit extended by the life insurance companies, trust and loan companies, the Quebec savings bank, department stores, furniture and appliance dealers, public utility companies and through the use of oil company and other credit cards.

[1]Comprend les compagnies d'assurance-vie, les sociétés de fiducie et de prêt, une banque d'épargne opérant au Québec, les grands magasins, les magasins de meubles et d'appareils ménagers, les entreprises de services d'utilité publique ainsi que, en ce qui concerne le crédit octroyé au moyen de leurs cartes de crédit, les sociétés pétrolières et certains autres émetteurs de cartes de ce genre.

Table IV
Tableau IV

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

	Billions of dollars June 1975 / En milliards de dollars Juin 1975	Percentage change / Variation en %					
		December to December / De décembre à décembre			Annual rates, seasonally adjusted / Taux annuels; données désaisonnalisées		
		1972 / 1972	1973 / 1973	1974 / 1974	1974 / 1974		1975 / 1975
					I / I	II / II	I / I
Deposit-taking institutions							
Chartered banks[1]	62.8	17	19	19	19	20	12
Trust and mortgage loan companies and Quebec savings bank	20.4[2]	14	23	16	21	12	17
Credit unions and caisses populaires	10.6E	27	25	16	20	13	13E
Sub-total	93.8E	18	21	18	20	17	13E
Contractual savings institutions							
Life insurance companies	20.7E	9	9	7	9E	7E	11E
Pension funds	18.8E	12	15	13E	13E	12E	13E
Sub-total	39.5E	10	12	10E	11E	9E	12E
Sales finance and consumer loan companies	9.2	13	19	16	19[3]	13[3]	6[3]
Total	142.5E	15	18	16E	17E	15E	12E

Institutions de dépôt	
Banques à charte[1]	
Sociétés de fiducie ou de prêt hypothécaire et la Banque d'épargne opérant au Québec	
Caisses populaires et credit unions	
Total partiel	
Institutions d'épargne contractuelle	
Compagnies d'assurance-vie	
Caisses de retraite	
Total partiel	
Sociétés de financement ou de prêt à la consommation	
Total	

[1]Major Canadian dollar assets; average of Wednesdays.
[2]Includes $0.9 billion of assets of the Quebec savings bank.
[3]Not seasonally adjusted.

[1]Principaux avoirs en dollars canadiens; moyenne des mercredis.
[2]Y compris 0.9 milliard d'avoirs détenus par une banque d'épargne opérant au Québec.
[3]Données non désaisonnalisées.

Their share of outstanding balances rose further, from 52 per cent at mid-1974 to 55 per cent at mid-1975, largely at the expense of sales finance companies. This pattern is similar to that during the 1969-70 slowdown when there was also an acceleration in the long-run trend towards an increasingly large share of the market being held by banks and a declining proportion by sales finance companies.

Financial institutions

Private financial institutions in total supplied about $8.3 billion of funds to major non-financial borrowers during the first half of 1975, some $2.4 billion less than in the corresponding period of 1974. The slowdown was particularly evident in the assets of the deposit-taking institutions and sales finance and consumer loan companies (see Table IV).

The chartered banks' Canadian dollar major assets increased at an annual rate of about 13 per cent over the first nine months of 1975 (see Table V). Bank holdings of Canadian liquid assets, following the sharp build-up last year, declined quite markedly after the beginning of 1975. In the early months of the year this decline was partly associated with the management of cash reserves by the Bank of Canada which was designed to offset the effect of lower secondary reserve requirements*.

*Effective December 1974 the minimum secondary reserve ratio of the chartered banks was reduced from 8.0 per cent (where it had been since January 1972) to 7.0 per cent; it was subsequently lowered to 6.0 per cent effective January 1975 and 5.5 per cent effective March 1975.

La croissance des prêts hypothécaires octroyés par les principaux bailleurs de fonds du secteur privé est restée bien en-deçà du taux élevé de progression constaté au premier semestre de l'année dernière. Compte tenu des variations saisonnières, toutefois, cette croissance s'est révélée quelque peu plus rapide qu'au second semestre de 1974 (voir Tableau II). L'examen des données trimestrielles dénote une reprise bien plus prononcée: la progression du crédit hypothécaire, en régression continue depuis le milieu de 1974, a marqué une vive reprise au deuxième trimestre de l'année en cours. La plupart des établissements de crédit ont participé à cette nouvelle vigueur du marché, qui a été avant tout le fait des banques et, dans une moindre mesure, des sociétés de fiducie ou de prêt hypothécaire.

L'encours global des prêts à la consommation s'est accru au premier semestre de 1975 à un taux annuel désaisonnalisé de 13%; ce taux est sensiblement égal à celui du semestre précédent, mais reste nettement inférieur au taux atteint en 1973 et au premier semestre de 1974. Le gros de cette augmentation a été enregistré au premier trimestre, période où les dépenses de consommation en biens durables ont fait preuve d'une particulière vigueur. Au trimestre suivant, la croissance du crédit s'est considérablement atténuée. Les banques ont fourni la majeure partie de l'accroissement du crédit à la consommation au premier semestre de cette année (voir Tableau III). Leur part de l'encours des prêts a continué de progresser et est passée de 52% au milieu de l'année à 55% un an plus tard, aux dépens surtout des

Table V
Tableau V

Chartered bank selected assets
Quelques avoirs des banques à charte

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

	Billions of dollars September 1975 En milliards de dollars Septembre 1975	Annual rates of change Taux annuels de variation: December to December De décembre à décembre 1972 1972	1973 1973	1974 1974	December 1974 to September 1975[1] De décembre 1974 à septembre 1975[1]	
Canadian liquid assets	12.1	4	3	14	–4	Avoirs liquides canadiens
(Canadian liquid assets, and other short-term Canadian assets[2])	(12.8)	(3)	(1)	(19)	(–9)	(Avoirs liquides canadiens et autres avoirs canadiens à court terme[2])
Loans, mortgages and other investments	52.5	23	25	21	18	Prêts, portefeuilles hypothécaires et autres placements
Canadian dollar loans	42.0	22	27	19	16	Prêts en dollars canadiens
General loans	38.8	23	26	19	15	Prêts généraux
–business[3]	22.3	22	27	20	10	–prêts aux entreprises[3]
–unsecured personal[3]	12.5	24	24	22	23	–prêts personnels autres que sur titres[3]
Mortgages	7.3	47	34	33	31	Prêts hypothécaires
Provincial, municipal and corporate securities[4]	2.9	N	4	7	23	Titres de provinces, de municipalités et de sociétés[4]
Canadian dollar major assets	64.6	17	19	19	13	Principaux avoirs en dollars canadiens
Memo: Bank general loans and foreign currency loans to residents plus commercial paper and bankers' acceptances[5]	45.4	19	25	26	16	Pour mémoire: Prêts généraux et prêts en monnaies étrangères aux résidents, plus le papier commercial et les acceptations bancaires[5]

[1]Seasonally adjusted.
[2]Canadian liquid assets plus short-term paper and chartered bank instruments; not seasonally adjusted.
[3]Month-end. Latest data August 1975.
[4]Excludes short-term paper; not seasonally adjusted.
[5]Includes short-term paper issued by Canadian financial institutions affiliated with foreign banks. Latest data August 1975.

[1]Données désaisonnalisées.
[2]Avoirs liquides canadiens, plus le papier à court terme et les effets des banques à charte; données non désaisonnalisées.
[3]En fin de mois. Les données les plus récentes sont celles d'août 1975.
[4]Non compris le papier à court-terme; données non désaisonnalisées.
[5]Y compris le papier à court terme émis par les institutions financières canadiennes affiliées à des banques étrangères. Les données les plus récentes sont celles d'août 1975.

In the second and third quarters it has reflected a generally less accommodative cash management policy, as well as a tendency on the part of the chartered banks to operate at lower levels of liquidity than in the past. Less liquid Canadian assets grew more slowly in the first three quarters of this year than in 1974, reflecting the distinct moderation in the pace of bank lending in the first half of the year. Although the rate of growth in general loans picked up strongly in the third quarter, a broader measure of short-term credit (including, in addition to general loans, foreign currency loans to residents, commercial paper and bankers' acceptances) continued to expand at much the same pace as in the first half of the year. This indicates some movement by borrowers back into the banks from the paper market; as noted earlier the differential between rates on short-term paper and the banks' prime lending rates narrowed very substantially in the third quarter, reducing the incentive to borrow in the paper market.

Looking at the composition of business loans and authorizations by size, for which complete data are only available on a quarterly basis to

société de financement. Un phénomène analogue s'était produit à l'époque du ralentissement conjoncturel de 1969-1970, qui fut également caractérisée par une accélération de la tendance à long terme des banques à accroître leur part du marché tandis que se réduisait celle des sociétés de financement.

Institutions financières

Les institutions financières du secteur privé ont accordé des concours financiers de l'ordre de 8.3 milliards de dollars aux principaux agents économiques non financiers au premier semestre de 1975, soit quelque 2.4 milliards de dollars de moins qu'au cours de la période correspondante de 1974. Ce ralentissement a été particulièrement marqué dans le cas des établissements de dépôt et des sociétés de financement ou de prêt à la consommation (voir Tableau IV).

Les principaux avoirs en dollars canadiens des banques à charte se sont accrus au cours des neuf premiers mois de 1975 à un taux annuel d'environ 13% (voir Tableau V). Après s'être considérablement gonflés l'année dernière, les avoirs liquides canadiens des banques ont diminué de façon assez

the end of June, the marked deceleration in the growth of outstanding loans, compared with the corresponding period in 1974, was shared by borrowers in all size categories (see Table VI). Total business loan authorizations of $200,000 and over, on the other hand, increased somewhat more rapidly in the first half of this year, reflecting primarily a faster growth in lines of credit of $5 million and over.

The pace of chartered bank lending to consumers remained fairly buoyant in the first quarter of this year, but decelerated somewhat in the second quarter reflecting, as noted earlier, the slower growth of consumer credit generally. There was, however, renewed strength in personal lending in July and August, probably related to the surge in automobile sales.

The banks' residential mortgage portfolios, after growing relatively slowly in the first three months of 1975, increased more rapidly in the subsequent two quarters, and over the first nine months grew at about the same pace as in 1974.

There has been some restructuring of chartered bank liabilities over the first three quarters of this year, as the banks have relied much less heavily on fixed-term deposits to finance the expansion of their assets. Indeed these deposits declined over the first six months, reflecting in part a very slow growth in the non-personal component as well as a large shift by individuals from personal fixed-term deposits to non-chequable savings deposits. However, this pattern was to some extent reversed in the third quarter; with the rise in interest rates, personal fixed-term deposits have grown more rapidly while there has been a slowing in the growth of non-chequable deposits. The shift by borrowers from the paper market to bank loans described above, together with continued pressure on bank liquidity, also encouraged the banks to bid actively for large blocks of Canadian dollar funds and this was reflected in a sharply higher rate of growth of non-personal fixed-term deposits.

The major assets of the trust and mortgage loan companies grew at much the same rate in the first half of 1975 as they had the previous year. The first quarter of this year saw a slow growth in mortgage holdings and a sizeable build-up in holdings of cash, liquid assets and bonds, all of which had been allowed to run down sharply in the final six months of last year. In contrast, the growth in mortgage holdings accelerated in the second quarter, reflecting the increase in housing market activity.

The growth of the sales finance and consumer loan companies, follow-

nette dès le début de 1975. Les premiers mois de l'année, ce phénomène était attribuable en partie à la politique de gestion des réserves-encaisse menée par la Banque du Canada pour contrebalancer l'incidence de la baisse du coefficient des réserves secondaires*. Aux deuxième et troisième trimestres, il s'expliquait en grande partie par l'orientation généralement moins expansionniste donnée à cette politique et par la tendance des banques à charte à maintenir leur liquidité à un niveau moins élevé que par le passé. Les avoirs canadiens de seconde liquidité ont progressé plus lentement au cours des trois premiers trimestres de 1975 qu'en 1974, en raison de la modération sensible de la progression du crédit bancaire au premier semestre de l'année. Si le taux de croissance des prêts généraux a enregistré une vive progression au troisième trimestre, l'instrument de mesure plus vaste du crédit à court terme qui comprend, outre les prêts généraux, les prêts en monnaies étrangères aux résidents, le papier commercial et les acceptations bancaires, a conservé son rythme de progression du premier semestre de l'année. Les emprunteurs auraient donc quelque peu délaissé les marchés du papier à court terme pour s'adresser de nouveau aux banques. Comme il a été mentionné précédemment, l'écart entre les taux préférentiels des banques et les taux du papier à court terme s'est considérablement amenuisé au troisième trimestre, ce qui a réduit l'attrait du recours au papier.

Si on analyse la ventilation par montant des prêts et des lignes de crédit aux entreprises – les statistiques détaillées à ce sujet sont trimestrielles et s'arrêtent à fin juin – on constate que l'encours de toutes les catégories de prêts a accusé au premier semestre de 1975 une progression nettement moins rapide que pendant la période correspondante de l'année dernière (voir Tableau VI). En revanche, l'ensemble des autorisations de 200,000 dollars ou plus a marqué une légère accélération au premier semestre de l'année, en raison principalement de la progression plus rapide des lignes de crédit de 5 millions de dollars ou plus.

Les prêts bancaires aux particuliers sont demeurés assez soutenus au premier trimestre, mais ont enregistré au second trimestre une légère perte de vitesse attribuable, comme il a été mentionné précédemment, au ralentissement général de la croissance du crédit à la consommation. Toutefois, les prêts personnels ont fait montre en juillet et en août d'un regain de vigueur, lié probablement à la relance des ventes d'automobiles.

*À compter de décembre 1974, le coefficient des réserves secondaires des banques à charte, établi à 8% depuis janvier 1972, fut ramené à 7%. Il fut par la suite l'objet de deux autres réductions qui le portèrent d'abord à 6% à partir de janvier 1975, puis à 5.5% à partir de mars.

hénomène était
caisse menée par
aisse du coeffi-
imestres, il
moins expan-
ques à charte à
assé. Les avoirs
au cours des
modération
estre de l'année.
ive progression
crédit à court
onnaies étran-
bancaires, a
l'année. Les
s du papier à
ne il a été men-
banques et les
sé au troisième

nes de crédit aux
rielles et s'arrê-
ories de prêts a
ent moins rapide
(voir Tableau VI).
rs ou plus a
née, en raison
rédit de 5 mil-

soutenus au
une légère perte de
nt, au ralentisse-
. Toutefois, les
egain de vigueur.

charte, établi à 8% depuis
i le portèrent d'abord à

Table VI
Tableau VI

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 1975 **En milliards de dollars Juin 1975**	Percentage change **Variation en %**						
		December to December **De décembre à décembre**			December 1973 to June 1974 **De décembre 1973 à juin 1974**	June 1974 to December 1974 **De juin 1974 à décembre 1974**	December 1974 to June 1975 **De décembre 1974 à juin 1975**	
		1972 1972	1973 1973	1974 1974				
Business loans outstanding								**Encours des prêts aux entreprises**
Total	21.9	22	27	20	26	15	13	**Total**
Under authorized limits of:								**Dans le cadre de crédits autorisés**
Less than $1 million	8.9	18	19	19	33	8	19	**de moins de 1 million**
$1 million to $5 million	5.1	26	27	21	46	1	22	**de 1 million à 5 millions**
$5 million and over	7.9	23	37	20	8	33	2	**de 5 millions et plus**
Business loan authorizations								**Lignes de crédit**
$200,000 and over	35.5	N	N	23	24	21	28	**$200,000 et plus**
Under authorized limits of:								**Dans le cadre de crédits autorisés**
$200,000 to $1 million	6.5	N	N	16	19	12	17	**de $200,000 à 1 million de dollars**
$1 million to $5 million	8.9	23	16	18	23	13	26	**de 1 million à 5 millions**
$5 million and over	20.0	18	18	28	27	29	33	**de 5 millions et plus**

ing the trend evident since the middle of last year, continued to slow. Consumer receivables declined in absolute terms during the first half of the year and the growth in their business receivables, in line with the decrease in business inventories, decelerated sharply.

Appendix Table VI draws together the general public's holdings of currency and deposits at banks and other financial institutions. As can be seen from this table, the growth of broader monetary aggregates (currency and privately held Canadian dollar chartered bank deposits and currency and all privately-held Canadian dollar deposits) has been broadly similar this year to that of currency and demand deposits. This differs significantly from the pattern of developments during 1974 when, as a result of the build-up in fixed-term deposits, growth in the broader aggregates was much more rapid than in currency and demand deposits.

Les portefeuilles bancaires de prêts hypothécaires à l'habitation, dont le développement avait été relativement lent au premier trimestre, se sont accrus à un rythme plus rapide au cours des deux trimestres suivants; pour l'ensemble de ces neuf mois, leur taux de croissance a été sensiblement le même qu'en 1974.

Au cours des trois premiers trimestres de l'année, le passif des banques à charte a fait l'objet d'une certaine restructuration, celles-ci ayant fortement réduit leur recours aux dépôts à terme fixe pour financer la croissance de leur actif. De fait, ces dépôts ont diminué au cours des six premiers mois, par suite notamment de l'extrême lenteur exhibée par la progression des dépôts non personnels et de la désaffection à l'égard des dépôts à terme fixe montrée par les particuliers, qui leur ont préféré dans une large mesure les comptes d'épargne sans droit de tirage par chèques. Toutefois, cette tendance s'est quelque peu renversée au troisième trimestre au cours duquel, à la faveur de la hausse des taux d'intérêt, les dépôts personnels à terme fixe se sont accrus plus rapidement tandis que se ralentissait la progression des dépôts non assortis du droit de tirage par chèque. Le recours accru au crédit bancaire au détriment de l'emploi du papier, phénomène dont nous avons déjà parlé, ainsi que la persistance de la pression sur la liquidité des banques ont encouragé ces dernières à rivaliser dans la recherche de gros dépôts en dollars canadiens, d'où la vive accélération de la croissance des dépôts non personnels à terme fixe.

Les principaux avoirs des sociétés de fiducie ou de prêt hypothécaire ont progressé au premier semestre de 1975 à peu près au même rythme que l'année dernière. Au premier trimestre, on a constaté une lente croissance des portefeuilles hypothécaires ainsi qu'un gonflement sensible des disponibilités, des autres avoirs liquides et des portefeuilles obligataires, autant d'actifs que ces institutions avaient laissés se contracter vivement au cours des six derniers mois de l'année dernière. Par contre, la croissance des portefeuilles hypothécaires s'est accélérée au deuxième trimestre, sous l'impulsion d'une intensification de l'activité sur le marché du logement.

Le ralentissement de la croissance des sociétés de financement ou de prêt à la consommation, qui s'était manifesté de façon très nette à partir du milieu de l'année dernière, s'est poursuivi. Les créances sur les ménages ont diminué en chiffres absolus au premier semestre de l'année, tandis que la progression des créances sur les entreprises a enregistré une brusque décélération qui est allée de pair avec la diminution des stocks des entreprises.

Le Tableau VI de l'Annexe regroupe les chiffres relatifs à la monnaie en circulation et aux dépôts du public dans les banques et dans les autres institutions financières. Comme l'indique ce tableau, la croissance des deux grands agrégats monétaires, monnaie hors banques plus dépôts en dollars canadiens des particuliers dans les banques à charte et monnaie hors banques plus ensemble des dépôts en dollars canadiens des particuliers, a été sensiblement du même ordre cette année que celle de l'agrégat plus restreint formé par la monnaie hors banques et les dépôts à vue. Cette évolution diffère nettement du profil de croissance observé en 1974, année où la forte augmentation des dépôts à terme fixe s'était traduite par une expansion beaucoup plus rapide des deux premiers agrégats que du troisième.

Appendix Table I
Annexe – Tableau I

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

Millions of dollars **En millions de dollars**

	1972 1972	1973 1973	1974 1974	1974 1974 I I	1974 II II	1975 1975 I I
TYPES OF INSTRUMENT						
Mortgages and other loans from financial institutions						
Banks	4,856	7,114	7,958	4,549	3,409	3,814
Trust and mortgage loan companies	1,580	2,772	2,471	1,440	1,031	1,164
Sales finance and consumer loan companies	706	1,167	1,189	735	454	243
Credit unions and caisses populaires	1,042	1,388	1,157	764	393	566E
Life insurance companies	349	643	843	414E	429E	277E
Pension funds	142	312	400E	194E	206E	227E
Affiliates of foreign banks	107E	299E	962E	465E	497	–96
Other[1]	196	586	542	345	197	305E
Sub-total	8,978E	14,281E	15,522E	8,906E	6,616E	6,500E
Net new Canadian dollar marketable issues[2][3]						
Treasury bills and short-term paper	228	464	2,390	1,000	1,390	1,204
Bonds	2,526	1,984	3,323	1,557	1,766	2,850
Stocks	411	368	396	80	316	393
Sub-total	3,165	2,816	6,109	2,637	3,472	4,447
Net new foreign currency issues						
Short-term paper	–21	15	21	–6	27	–17
Bonds[4]	920	555	1,826	754	1,072	1,548
Stocks	12	31	7	—	7	—
Sub-total	911	601	1,854	748	1,106	1,531
Canada Savings Bonds	1,195	–384	2,444	–1,002	3,446	–409
Provincial and municipal securities purchased with Canada Pension Plan funds	954	1,039	1,232	683	549	775
Direct investment from abroad	605	725	585	191	394	220
All other[5]	181	259	297	–70	367	–203
Total	15,989E	19,337E	28,043E	12,093E	15,950E	12,861E
SOURCES OF FUNDS						
Bank of Canada acquisition of securities	587	572	1,014	350	664	366
Chartered banks:						
Loans	4,856	7,114	7,958	4,549	3,409	3,814
Acquisition of securities	64	27	1,377	623	754	–238
Other domestic financial institutions:						
Loans	4,122E	7,167E	7,564E	4,357E	3,207E	2,686E
Acquisition of securities	2,688	2,518	2,103E	1,165E	938E	2,067E
Canada Pension Plan	954	1,039	1,232	683	549	775
Direct financing from the non-financial public[3] (residual)	773E	–413E	4,288E	–711E	4,999E	1,546E
Non-residents[6]	1,945	1,313	2,507	1,077	1,430	1,845
Total	15,989E	19,337E	28,043E	12,093E	15,950E	12,861E

FORME
Emprunts (y compris les emprunts hypothécaires) auprès des institutions financières
Banques à charte
Sociétés de fiducie ou de prêt hypothécaire
Sociétés de financement ou de prêt à la consommation
Caisses populaires et credit unions
Compagnies d'assurnace-vie
Caisses de retraite
Institutions affiliées à des banques étrangères
Divers[1]
Total partiel
Émissions nettes de titres négociables libellés en dollars canadiens[2][3]
Bons du Trésor et papier à court terme
Obligations
Actions
Total partiel
Émissions nettes de titres en monnaies étrangères
Papier à court terme
Obligations[4]
Actions
Total partiel
Obligations d'épargne du Canada
Titres des provinces et des municipalités achetés par le Régime de pensions du Canada
Investissements directs des non-résidents
Divers[5]
Total
PROVENANCE
Achats de titres par la Banque du Canada
Banques à charte:
Prêts
Achats de titres
Autres institutions financières canadiennes:
Prêts
Achats de titres
Régime de pensions du Canada
Financement direct obtenu de sources non financières[3] (calculé par différence)
Non-résidents[6]
Total

[1]Includes loans from the Quebec savings bank, mutual funds, mutual and fraternal benefit societies, fire and casualty insurance companies, real estate investment trusts and the Industrial Development Bank.
[2]Includes provincial savings bonds.
[3]Includes purchases of provincial and municipal securities with Quebec Pension Plan funds.
[4]Excludes net foreign currency issues of the Government of Canada.
[5]Consumer credit extended by some retailers, public utilities and through the use of oil company and other credit cards.
[6]Includes both foreign currency and Canadian dollar securities acquired by non-residents as well as direct investment from abroad.

[1]Comprend une banque régie par la Loi sur les banques d'épargne du Québec, les fonds mutuels, les associations fraternelles ou de secours mutuel, les compagnies d'assurance-incendie ou d'assurance-accidents, les fonds de placement immobilier et la Banque d'Expansion Industrielle.
[2]Y compris les obligations d'épargne des provinces.
[3]Y compris les titres de la province et des municipalités achetés avec des fonds provenant du Régime de rentes du Québec.
[4]Non compris les émissions nettes de titres en monnaies étrangères du gouvernement canadien.
[5]Crédit à la consommation distribué par certains détaillants et par des entreprises de service public, ainsi que par les compagnies pétrolières et d'autres sociétés au moyen de leurs cartes de crédit.
[6]Comprend les titres libellés en dollars canadiens ou en monnaies étrangères achetés par des non-résidents, ainsi que les investissements directs des non-résidents.

Appendix Table II
Annexe – Tableau II

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

Millions of dollars **En millions de dollars**

	1972 1972	1973 1973	1974 1974	1974 1974 I I	1974 1974 II II	1975 1975 I I
GOVERNMENT OF CANADA						
Increase in securities outside Government accounts:						
Treasury bills	332	556	938	442	496	115
Canadian dollar market bonds	30	–226	801	416	385	67
Canada Savings Bonds	1,195	–384	2,444	–1,002	3,446	–409
Sub-total[1]	1,557	–54	4,183	–144	4,327	–227
Reduction (+) in Canadian dollar cash balances[2]	74	439	–2,573	1,263	–3,836	2,150
Total	1,631	385	1,610	1,119	491	1,923
PROVINCIAL AND MUNICIPAL GOVERNMENTS						
Increase in outstanding bonds:						
Purchased with Canada Pension Plan funds	954	1,039	1,232	683	549	775
Other Canadian dollar bonds[3]	1,541	1,408	1,415	573	842	1,323
Foreign currency bonds	916	556	1,642	724	918	1,459
Increase in loans from:						
Chartered banks	106	374	287	63	224	235
Government of Canada (including CMHC)	420	483	333	152	181	163
Increase in treasury bills and short-term paper outstanding	74	–69	–135	–200	65	205
Total[4]	4,011	3,791	4,774	1,995	2,779	4,160

GOUVERNEMENT CANADIEN
Augmentation de l'encours des titres (non compris les titres dans les portefeuilles de l'État):
Bons du Trésor
Obligations négociables libellées en dollars canadiens
Obligations d'épargne du Canada
Total partiel[1]
Diminution (+) des dépôts en dollars canadiens[2]
Total
PROVINCES ET MUNICIPALITÉS
Augmentation de l'encours des obligations:
Obligations vendues au Régime de pensions du Canada
Autres obligations en dollars canadiens[3]
Obligations en monnaies étrangères
Augmentation des emprunts:
Auprès des banques à charte
Auprès du gouvernement canadien (y compris la S.C.H.L.)
Augmentation de l'encours des bons du Trésor et du papier à court terme
Total[4]

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

[1]Excludes net foreign currency issues of the Government of Canada.
[2]Excludes changes in cash balances resulting from changes in outstanding temporary swap transactions between the Bank of Canada and the Exchange Fund Account.
[3]Includes purchases of provincial and municipal securities by the Quebec Deposit and Investment Fund. Excludes Canadian dollar issues placed in overseas markets, which are included with foreign currency bonds.
[4]To the extent that it has not been possible to identify purchases by provincial government accounts of provincial or municipal securities, the total of provincial and municipal financing is overstated.

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

[1]Non compris les émissions nettes de titres en monnaies étrangères du gouvernement canadien.
[2]Non compris les variations des dépôts résultant de celles de l'encours d'opérations swaps de courte durée conclues entre la Banque du Canada et le Fonds des changes.
[3]Y compris les titres provinciaux et municipaux vendus à la Caisse de dépôt et de placement du Québec. Les titres en dollars canadiens placés sur les marchés d'outre-mer figurent sous la rubrique Obligations en monnaies étrangères.
[4]Dans la mesure où il n'a pas été possible de recenser toutes les acquisitions de titres des provinces et des municipalités par les provinces, ce montant est légèrement surestimé.

Appendix Table III
Annexe – Tableau III

Major sources of funds raised by private non-financial business*
Principales sources de financement des entreprises non financières du secteur privé*

Millions of dollars **En millions de dollars**

	1972 **1972**	1973 **1973**	1974 **1974**	1974 **1974** I **I**	1974 **1974** II **II**	1975 **1975** I **I**	
NET NEW ISSUES							ÉMISSIONS NETTES
Bonds							Obligations
Canadian dollar	955	802	1,107	568	539	1,460	En dollars canadiens
Foreign currency	4	–1	184	30	154	89	En monnaies étrangères
Stocks	423	399	403	80	323	393	Actions
Commercial paper	–186	40	1,047	525	522	283	Papier commercial
Bankers' acceptances	–13	–48	561	227	334	584	Acceptations bancaires
Total	1,183	1,192	3,302	1,430	1,872	2,809	Total
INCREASES IN LOANS							AUGMENTATION DES EMPRUNTS
Chartered banks(1)	2,297	3,836	4,273	2,605	1,668	1,607	Banques à charte(1)
Sales finance companies	359	772	961	518	443	290	Sociétés de financement
Affiliates of foreign banks(2)	107E	299E	962E	465E	497	–96	Établissements affiliés à des banques étrangères(2)
Industrial Development Bank	79	151	245	134	111	93	Banque d'Expansion Industrielle
Total	2,842E	5,058E	6,441E	3,722E	2,719	1,894	Total
DIRECT INVESTMENT FROM ABROAD	605	725	585	191	394	220	INVESTISSEMENTS DIRECTS DES NON-RÉSIDENTS
TOTAL FUNDS RAISED	4,630E	6,975E	10,328E	5,343E	4,985	4,923	ENSEMBLE DU FINANCEMENT

*Excludes agriculture.

(1)Total business loans excluding provincially-guaranteed loans to utilities, plus foreign currency loans to residents.
(2)Annual data are estimated as a proportion of total assets.

*Agriculture exclue.

(1)Ensemble des prêts aux entreprises (non compris les prêts consentis sous la garantie d'une province à des entreprises de service public) et des prêts en monnaies étrangères à des résidents.
(2)Les données annuelles sont des estimations établies en proportion de l'ensemble de l'actif.

Appendix Table IV
Annexe – Tableau IV

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

Millions of dollars En millions de dollars

	1972 1972	1973 1973	1974 1974	1974 1974 I I	1974 1974 II II	1975 1975 I I	
Trust and mortgage loan companies[1]	1,580	2,736	2,408	1,395	1,013	1,134	Sociétés de fiducie ou de prêt hypothécaire[1]
Chartered banks	1,086	1,170	1,459	725	734	790	Banques à charte
Credit unions and caisses populaires[2]	732	968	815	519	296	300E	Caisses populaires et credit unions[2]
Life insurance companies	320	572	667	336E	331E	231E	Compagnies d'assurance-vie
Pension funds	142	312	400E	194E	206E	227E	Caisses de retraite
Mutual funds	73	65	46	50	–4	46	Fonds de placement (fonds mutuels)
Sales finance and consumer loan companies	68	128	175	124	51	8	Sociétés de financement ou de prêt à la consommation
Real estate investment trusts		289	161	109	52	122	Fonds de placement immobilier
Other financial institutions[3]	39	75	83	48	35	35E	Autres institutions financières[3]
Total	4,040	6,315	6,214E	3,500E	2,714E	2,893E	Total
Increase in the mortgage holdings of CMHC	484	268	577	217	360	260	Augmentation de l'encours des prêts de la S.C.H.L.

Note: Chartered bank data are for residential mortgages; data for other institutions are for all mortgages.

[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 and fraternal benefit societies and fire and casualty insurance companies.

Nota : Les données des banques à charte concernent les prêts hypothécaires à l'habitation; celles des autres institutions, toutes les catégories de prêts hypothécaires.

[1]Comprend les sociétés de prêts hypothécaires liées à des banques à charte.
[2]Comprend les institutions locales et leurs centrales.
[3]Comprend une banque régie par la Loi sur les banques d'épargne du Québec et les associations fraternelles ou de secours mutuel, ainsi que les compagnies d'assurance-incendie ou d'assurance-accidents.

Appendix Table V
Annexe – Tableau V

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

Millions of dollars En millions de dollars

	1972 1972	1973 1973	1974 1974	1974 1974 I I	1974 1974 II II	1975 1975 I I	
Chartered banks	1,367	1,734	1,939	1,156	783	1,182	Banques à charte
Sales finance and consumer loan companies	279	267	53	93	–40	–55	Sociétés de financement ou de prêt à la consommation
Credit unions and caisses populaires	310	420	342	245	97	266	Caisses populaires et credit unions
Life insurance companies	29	71	176	78	98	46	Compagnies d'assurance-vie
Trust and mortgage loan companies	N	36	63	45	18	30	Sociétés de financement ou de prêt hypothécaire
Other[1]	186	265	304	–66	370	–194	Autres prêteurs[1]
Total	2,171	2,793	2,877	1,551	1,326	1,275	Total

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

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

Appendix Table VI
Annexe – Tableau VI

General public holdings of currency and liabilities of deposit-taking institutions
Monnaie hors banques et engagements des institutions de dépôt envers le public

	Billions of dollars June 1975 / En milliards de dollars Juin 1975	Percentage change / Variation en %							
		December to December / De décembre à décembre					Annual rates, seasonally adjusted / Taux annuels, données désaisonnalisées		
		1970	1971	1972	1973	1974	Dec. 1974 to June 1975 / De déc. 1974 à juin 1975	Dec. 1974 to Sept. 1975 / De déc. 1974 à sept. 1975	
Currency and demand deposits	16.2	5	18	13	12	6	22	19	Monnaie hors banques et dépôts à vue
Other chequable deposits:									Autres dépôts transférables par chèque :
At chartered banks	6.9	–7	8	9	5	–7	12	11	Dans les banques à charte
At other institutions	5.2E	15	19	30	14	4	16E		Dans les autres institutions
Sub-total	28.3E	3	15	15	10	2	18E		Total partiel
Non-chequable savings accounts:									Dépôts d'épargne non transférables par chèque :
At chartered banks	16.2	19	18	6	9	23	76	51	Dans les banques à charte
At other institutions	5.8E	10	10	15	10	9	34E		Dans les autres institutions
Sub-total	22.0E	16	15	9	9	18	63E		Total partiel
Fixed-term liabilities:									Engagements à terme fixe :
At chartered banks	22.4	27	14	32	39	32	–12	5	Des banques à charte
Personal	10.4	25	–8	26	65	42	–29	–16	*Particuliers*
Non-personal	12.0	31	39	37	20	23	10	29	*Autres clients*
At other institutions	18.3E	16	17	18	32	25	5E		Des autres institutions
Sub-total	40.7E	22	15	25	36	29	–2E		Total partiel
Currency and Canadian dollar chartered bank deposits	61.7	11	15	16	18	17	15	19	Monnaie hors banques et dépôts en dollars canadiens dans les banques à charte
Currency and total Canadian dollar deposits	91.0E	12	15	17	20	17	17E		Monnaie hors banques et ensemble des dépôts en dollars canadiens
Foreign currency bank deposits of residents	4.3	—	–45	–16	97	74	–29	–26	Dépôts bancaires en devises des résidents
Total	95.2E	11	11	16	22	19	14E		Total

Note: June 1975 data for deposits at non-bank financial institutions include estimates for credit unions and caisses populaires.

Nota : Les chiffres des dépôts auprès des institutions financières non bancaires en juin 1975 comprennent une estimation des données des credit unions et des caisses populaires.

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

To the 46th Annual Meeting of the Canadian Chamber of Commerce Saskatoon, 22 September 1975

When your President invited me early in the year to come to Saskatoon to address a luncheon gathering at this annual conference, I was very glad to be able to accept. The occasion has given me the chance to visit my native province again, which is always a pleasure, and it has given me a very welcome opportunity to hear views about our economic problems from many of your delegates and an even better opportunity to tell you how I feel about those matters that by virtue of my job are of particular concern to me.

Earlier this month the Bank of Canada announced an increase of ¾ of one per cent in its Bank Rate, that is, from 8¼% to 9%. For several weeks prior to this announcement Canadian interest rates had been rising both in the short-term money market and in the bond market. Following the Bank Rate move the chartered banks and a number of other financial institutions announced increases in the rates that they charge for bank loans and mortgages and that they pay for savings and time deposits. There was also some further upward adjustment of market interest rates.

This recent increase in interest rates, and in particular the Bank of Canada's part in it, has naturally attracted a good deal of attention. I would like to take this opportunity to review with you the reasons for our decision to raise our Bank Rate. That decision rests on two underlying propositions.

The first proposition is that it is very much in the public interest that the drift into deepening inflation in Canada be halted and reversed. A few years ago when the rate of price rise was relatively low there was a certain amount of debate about this proposition. However, now that we

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

À la 46e Assemblée annuelle de la Chambre de Commerce du Canada Saskatoon, le 22 septembre 1975

Lorsque votre Président m'a demandé, au début de l'année, de me rendre à Saskatoon pour prendre la parole à un déjeuner-causerie dans le cadre de la présente assemblée annuelle, c'est avec grand plaisir que j'ai accepté son aimable invitation. Celle-ci me donne un motif de retourner dans ma province natale – ce qui m'est toujours très agréable – ainsi qu'une chance d'entendre l'opinion de nombreux membres de la Chambre sur nos problèmes économiques, tout en m'offrant une excellente occasion de vous exposer mon point de vue sur les questions qui, en raison de mes fonctions, m'intéressent particulièrement.

Au début de ce mois, la Banque du Canada annonçait un relèvement de ¾% de son taux d'escompte, qu'elle portait ainsi de 8¼% à 9%. Antérieurement à l'annonce de cette mesure, les taux d'intérêt s'étaient inscrits en hausse pendant plusieurs semaines tant sur le marché de l'argent à court terme que sur le marché obligataire. À la suite de cet ajustement du taux d'escompte, les banques à charte et un certain nombre d'institutions financières annoncèrent elles aussi une augmentation des taux d'intérêt débiteurs applicables à leurs prêts ordinaires et à leurs prêts hypothécaires, ainsi que des taux créditeurs versés sur les dépôts d'épargne et sur les dépôts à terme. De même, les taux d'intérêt du marché enregistrèrent de nouveau une certaine hausse.

Cette augmentation récente du loyer de l'argent, et en particulier le rôle joué par la Banque du Canada en la matière, a bien entendu suscité de nombreux commentaires. J'aimerais profiter de l'occasion qui m'est offerte ici pour examiner avec vous les raisons pour lesquelles nous avons décidé de relever le taux d'escompte. Cette décision se fonde sur deux considérations fondamentales.

La première de ces considérations est qu'il faut, au nom de l'intérêt public,

have been experiencing double-digit inflation there are few who would seriously question it, and very few indeed among those who have watched what has been happening in countries where the rate of increase in the price level has continued on up to figures such as 25 per cent a year. Nevertheless, I think that there is still a good deal of wishful thinking surrounding this matter and that there is an inadequate appreciation of the seriousness of the problem that we face. To put my first proposition another way, it is that the protection of the value of money is of prime importance to the future economic and social welfare of Canada.

The second proposition is that, whatever else may need to be done to bring inflation under control, it is absolutely essential to keep the rate of monetary expansion within reasonable limits. Any programme that did not include this policy would be doomed to failure. There is no way of preserving its value if money is created on an excessive scale. In this country the job of keeping monetary expansion within reasonable bounds is the direct responsibility of the Bank of Canada. I do not want to pause here to describe the techniques that are used to do that but I want to assure you that although the degree of control over short-run movements is not precise, the means available to the Bank to do this job are broadly adequate.

I want to emphasize that control over the money supply cannot be maintained unless the central bank is prepared to allow interest rates to move. I know that this may be a difficult point to grasp, but it is crucial to an understanding of why we have just had an increase in interest rates in Canada. It is simply not possible for the Bank of Canada to control the rate of monetary expansion while at the same time trying to hold interest rates to some fixed level. The reason for this is that the Bank of Canada cannot control the demand for money. That depends on the state of the economy and people's views about the future. If the demand for money strengthens, the only options open to the central bank are to allow interest rates to rise or to resist the upward pressure on them by taking action to permit a larger increase in the money supply than would otherwise have occurred.

This brings me to the recent situation. In the past few months the demand for money and credit in Canada turned stronger, with the current and prospective credit demands of borrowers – including the very large requirements of governments – threatening to outrun the supply of funds that savers seemed willing to lend or invest at the then prevailing interest rate levels. At the same time the growth of the money stock

arrêter et renverser la tendance à l'aggravation du processus inflationniste au Canada. Cette question a été pas mal débattue il y a quelques années, à une époque où le taux d'augmentation des prix était relativement faible. Toutefois, maintenant que nous enregistrons un taux d'inflation «à deux chiffres», il y a peu de gens à mettre cette considération sérieusement en doute, et il y en a encore bien moins parmi ceux qui ont observé l'évolution dans les pays où la hausse des prix s'est accélérée jusqu'à atteindre des taux de l'ordre de 25% l'an. Néanmoins, je suis d'avis que beaucoup de personnes en sont encore à s'illusionner à ce sujet et ne se rendent pas suffisamment compte de la gravité du problème. En d'autres termes, cette première considération est que la protection de la valeur de la monnaie est primordiale pour assurer le bien-être économique et social au Canada.

La seconde considération est que, quelles que soient les autres mesures qu'il convient de prendre pour maîtriser l'inflation, il est absolument indispensable de maintenir le rythme de l'expansion monétaire dans des limites raisonnables. Tout programme qui ne tiendrait pas compte de cette exigence serait voué à l'échec. Il n'existe aucune formule qui permette de sauvegarder la valeur de la monnaie quand on en crée à l'excès. Dans notre pays, il appartient à la Banque du Canada de maintenir le rythme de création de la monnaie dans des limites raisonnables. Je n'ai pas l'intention de m'écarter du sujet pour vous décrire les techniques utilisées pour y arriver, mais je tiens à vous assurer que la Banque du Canada, encore que son contrôle sur les variations à court terme manque de précision, dispose de moyens généralement suffisants pour s'acquitter de cette responsabilité.

Je tiens à souligner qu'il est impossible d'exercer un contrôle sur la masse monétaire si la banque centrale n'est pas disposée à permettre aux taux d'intérêt de varier. Je sais que cette notion est peut-être difficile à saisir, mais elle est d'une importance capitale pour qui veut comprendre pourquoi les taux d'intérêt viennent d'augmenter au Canada. La Banque du Canada est tout simplement dans l'impossibilité de contrôler le rythme de l'expansion monétaire si elle doit s'efforcer en même temps de maintenir les taux d'intérêt à un niveau donné. La raison de cet état de choses est que la Banque du Canada ne peut influer sur la demande de monnaie. Celle-ci dépend de la conjoncture économique et de la façon dont les gens voient l'avenir. Si la demande de monnaie se raffermit, la banque centrale n'a qu'une seule alternative: permettre la montée des taux d'intérêt ou empêcher ce phénomène en agissant de manière à laisser la masse monétaire s'accroître davantage qu'elle ne l'aurait fait dans d'autres circonstances.

Cette considération me ramène à la situation récente. Au cours des derniers mois, la demande de monnaie et de crédit est devenue plus forte au Canada,

accelerated to rates in excess of 20 per cent a year – rates which, if allowed to continue, would lead in due course to an acceleration of the rate of inflation in Canada. In these circumstances the central bank had no responsible alternative but to let market interest rates move upward in response to the pressure of credit demands, and to adjust its own lending rate accordingly. This, in essence, was why the Bank of Canada decided to act as it did three weeks ago.

I am aware that many people find it difficult to understand why higher interest rates should be regarded as anti-inflationary, since an increase in the cost of borrowing immediately increases the costs of doing business and higher mortgage rates immediately add to the cost of housing. These immediate effects are undeniable, but they are only part of the story and not the most important part. The most important part of the story is that to react to rising demands for credit by permitting excessive monetary expansion inevitably leads in due course to higher rates of inflation. Experience here and in other countries proves this point beyond any shadow of a doubt. After extended periods of very rapid monetary expansion the result, invariably, has been substantially higher rates of increase in costs and prices.

In coming to a decision to raise the Bank Rate, I can assure you that we in the Bank of Canada were well aware of those features of our present economic situation that might point in the direction of avoiding any increase in interest rates at this time, and we certainly were not inclined to dismiss them lightly. But we had to weigh these considerations against the consequences of giving up any serious effort to control the growth of the supply of money. To some extent this was a weighing of immediate consequences against longer term consequences, but it was by no means only that. A powerful force that is feeding the inflationary fires in Canada right now is a widespread expectation of continuing, and even accelerating, inflation. What would be the effect on this inflationary psychology if the central bank were seen to be unconcerned?

The only other direct comment that I want to make on the recent increase in our Bank Rate is a brief reference to its exact timing. At first financial markets seemed surprised at the timing, but I think that they have now come to see clearly what lay behind it. The Government of Canada was on the eve of decisions about both a large new market issue of Government securities and the new Canada Savings Bond campaign. Since we in the Bank of Canada were convinced that a change in our Bank Rate could not be long delayed, it seemed desirable that the Government's new financing should be brought to market after our

la demande actuelle et la demande prévue de crédit – notamment par les secteurs publics, qui ont de gros besoins – menaçant d'excéder les fonds que les épargnants semblaient disposés à prêter ou à placer aux taux d'intérêt en vigueur. Parallèlement, la croissance de la masse monétaire s'accélérait jusqu'à atteindre un rythme annuel supérieur à 20%, rythme qui, s'il n'était pas contenu, finirait par provoquer une accélération de l'inflation dans notre pays. Dans ces circonstances, la banque centrale, à moins de faillir à ses responsabilités, n'avait pas d'autre choix que de laisser les taux d'intérêt du marché s'ajuster à la hausse sous la pression de la demande de crédit, et de modifier son propre taux d'escompte en conséquence. Voici, en résumé, les raisons pour lesquelles la Banque du Canada a décidé d'agir comme elle l'a fait il y a trois semaines.

Je me rends compte qu'il est difficile pour beaucoup de gens de comprendre pourquoi il faut considérer une hausse des taux d'intérêt comme une mesure anti-inflationniste, étant donné qu'un renchérissement du crédit a pour effet immédiat un accroissement des coûts d'exploitation et qu'un relèvement des taux hypothécaires augmente automatiquement le coût du logement. Il est incontestable que ces conséquences s'ensuivent immédiatement, mais il s'agit là seulement d'un des aspects de la question, et non du plus important. Ce qu'il faut retenir avant tout, c'est que laisser l'expansion monétaire prendre des proportions excessives en période d'accélération de la demande de crédit finit inéluctablement par renforcer l'inflation. L'expérience vécue au Canada et à l'étranger confirme cette assertion sans laisser l'ombre d'un doute. En effet, les longues périodes d'expansion monétaire très rapide ont toujours été suivies par une hausse marquée des coûts et des prix.

Je puis vous assurer qu'en prenant la décision de relever le taux d'escompte, nous avions bien à l'esprit à la Banque du Canada tous les traits marquants de la conjoncture qui étaient de nature à nous dissuader de provoquer à ce moment une augmentation quelconque des taux d'intérêt, et que nous n'étions guère disposés à les négliger. Mais nous devions opposer ces considérations aux conséquences qu'aurait entraînées l'autre solution qui s'offrait à nous, celle de ne tenter aucun effort sérieux en vue de contrôler le rythme de croissance de la monnaie. Dans une certaine mesure, il s'agissait d'opposer des répercussions immédiates à des répercussions à long terme, mais ce n'était pas là notre unique problème. Un des puissants moteurs de la poussée inflationniste qui fait rage au Canada est l'idée très répandue que l'inflation est appelée à continuer et même à s'accélérer. Dans cette fièvre inflationniste, qu'adviendrait-il si les gens voyaient la banque centrale se désintéresser de la situation?

Avant d'aborder un autre aspect de la situation, je ferai une dernière et

action rather than before it. The date of the Bank Rate announcement, September 2nd, was about the latest date that allowed financial markets a reasonable period in which to react.

I would like now to say a few words about some other features of our present economic situation which we have kept in mind in conducting monetary policy.

It is clear to everyone of course that, like other industrial countries, Canada has been passing through a recession. So far this country has escaped with a shorter and milder fall-off in activity than most of its trading partners, although at the moment our industries are operating for the most part at levels well below capacity. Both here and in the United States, if not as yet in many overseas countries, there is accumulating evidence that the worst of the recession may now be behind us and that production is beginning to recover.

Unemployment has risen in Canada. In recent months it has been recorded as about two percentage points higher than it was at the peak of the boom in 1974. Moreover, our history suggests that any substantial decline in unemployment can be expected to lag behind any general recovery in economic activity by several months. One can note that the current rate of unemployment in Canada is a full percentage point below that in the United States and that Canada's arrangements for providing compensation to the unemployed are among the most generous in the world, but the fact remains that no one welcomes unemployment. The only acceptable goal for Canada is sustained high levels of employment. The question is how best to pursue that goal. The present problems of recession and unemployment both here and elsewhere can be traced directly in very substantial part to the excesses of the recent worldwide inflationary boom. We cannot expect to achieve any lasting solution to these problems by setting off yet another round of inflation fueled by excessive monetary expansion.

New housing construction in Canada also continues to be beset with a variety of difficult problems, many of which reflect the distortions generated in the intense inflationary boom of 1973-74. The strong demand during that period for houses and apartments greatly inflated both the cost of constructing new housing and the prices of existing housing. While rents have been rising persistently, they have not kept pace with the cost of putting new rental accommodation in place. The result has been to make the construction of new rental units economically unattractive, at least for the time being, and few such units are

brève remarque sur le récent relèvement de notre taux d'escompte; cette remarque porte sur le choix du moment précis où fut annoncée la mesure. Tout d'abord, les marchés financiers parurent surpris du choix du moment, mais je pense qu'ils voient clairement maintenant les raisons qui l'avaient motivé. Le gouvernement canadien préparait une grosse émission de titres négociables et sa nouvelle campagne de vente d'Obligations d'épargne du Canada. Puisque nous étions convaincus à la Banque du Canada qu'une modification de notre taux d'escompte ne pouvait être longtemps retardée, il semblait préférable que les nouveaux emprunts fussent lancés après l'annonce de la mesure plutôt qu'avant. La date de publication du communiqué annonçant le relèvement du taux d'escompte, soit le 2 septembre, ne pouvait pratiquement pas être reculée si nous voulions donner aux marchés financiers un délai suffisant pour réagir.

J'aimerais passer maintenant à quelques autres caractéristiques de la conjoncture présente, dont nous avons tenu compte dans la conduite de la politique monétaire.

Bien sûr, tout le monde sait que le Canada, comme d'autres pays industrialisés, a subi une récession. Jusqu'ici, la réduction du rythme de l'activité économique a été moins forte et de moindre durée chez nous que chez la plupart de nos partenaires commerciaux; néanmoins, la plupart de nos entreprises industrielles fonctionnent actuellement bien en-deçà de leur capacité de production. Tant au Canada qu'aux États-Unis (peut-être pas encore autant dans nombre de pays d'outre-mer), il y a de plus en plus d'indices que le creux de la récession serait passé et que la production a entamé une remontée.

Le chômage s'est aggravé au Canada. Au cours des derniers mois, on a recensé approximativement deux pour cent de plus de sans-emploi qu'au moment où le boom en était à son sommet en 1974. En outre, le passé nous enseigne que le chômage n'accuse de diminution sensible que plusieurs mois après une reprise générale de l'activité économique. On notera que le taux de chômage au Canada est actuellement d'au moins un pour cent inférieur au taux enregistré aux États-Unis et que notre régime d'allocations de chômage est un des plus généreux au monde; le chômage n'en demeure pas moins tout à fait indésirable. Le maintien d'un niveau élevé d'emploi est le seul objectif que nous puissions accepter au Canada. La question se résume à trouver le meilleur moyen d'y parvenir. Les problèmes de récession et de chômage que l'on trouve ici et à l'étranger résultent, dans une très large mesure, directement des outrances de la récente flambée inflationniste dans le monde. Nous ne pouvons espérer apporter une solution durable à ces problèmes si nous

currently being constructed except under subsidized programmes. In spite of this the level of housing starts in recent months has been running at annual rates well in excess of 200,000 units. The demand for mortgage money has tended to exceed the supply of the term deposit money savers were willing to make available through institutional channels even at relatively high interest rates. But the main thing I want to say about housing is that many of the current problems arise from the extent to which recent inflation has distorted normal cost, price and rent relationships. That situation will not be remedied by allowing inflation to continue at existing or even higher rates.

There is another feature of our economic situation that I have not said much about as yet, and that is the continued steep upward trend of costs and prices. There are admittedly some special factors in areas such as energy prices and food prices but even after making allowance for these the rate of increase remains much too high. The current wave of inflation was not initiated by a marked acceleration of wage and salary increases. It was the other way round. It was the short but intense boom – more intense here than in the United States because of the relatively greater importance of primary products in our economy – that gave rise to demands for higher rates of increase in labour incomes. But that boom ended some time ago and new wage and salary settlements continue to be disturbingly large. They have been running for the past several quarters at around 18 per cent per year on average, a rate of increase that is far greater than would be consistent with any diminution of our rate of inflation. It appears that for the most part employers have been passing these increases on to consumers in the form of sharply higher prices, and that all concerned act on the assumption that they will continue to be able to do so.

If one reflects on this situation in the light of the present levels of unemployment and unused productive capacity, one cannot help but wonder what is going on here. In our economic system the basic control over the level of prices is and always has been the willingness of the market to pay them. It is obvious that improved productivity can offset very little of the cost of current wage and salary increases since the long-term average increase in output per worker in this country is only 2½ per cent per annum. In many cases, in fact, those involved in both the private and public sectors seem to be incurring costs at rates that foreshadow an accelerating increase in inflation. How is this expected to work? Are fiscal and monetary policies being counted on to be

déclenchons une nouvelle poussée inflationniste au moyen d'une expansion monétaire excessive.

Le secteur de la construction de logements au Canada continue également d'être perturbé par une série de problèmes épineux, dont un grand nombre résultent des distorsions produites par le violent climat inflationniste de 1973-1974. La très forte demande de maisons et d'appartements qui s'est manifestée au cours de cette période a considérablement fait accroître le coût de la construction résidentielle et le prix des habitations existantes. Les loyers augmentent constamment, mais pas au même rythme que le coût des logements de rapport neufs. Aussi la construction de logements à loyer a-t-elle perdu tout attrait sur le plan économique, du moins pour le moment, et est-elle presque arrêtée, sauf dans le cadre de programmes subventionnés. Néanmoins, le nombre des logements mis en chantier au cours des derniers mois s'établit à un chiffre annuel de plus de 200,000 unités. La demande de crédit hypothécaire tend à dépasser la masse de dépôts à terme que les épargnants sont disposés à placer par l'entremise des institutions financières, même si ces dépôts sont assortis de taux d'intérêt relativement élevés. Mais le point principal que je désire soulever au sujet du logement est qu'un grand nombre de nos problèmes découlent des distorsions apportées ces derniers temps par l'inflation aux relations existant habituellement entre les coûts, les prix et les loyers. Ce n'est pas en laissant l'inflation se poursuivre au rythme actuel ou à un rythme encore plus élevé qu'on remédiera à cette situation.

Il y a un autre trait de la situation économique actuelle, au sujet duquel je n'ai pas encore dit grand chose, à savoir la très forte et persistante tendance à la hausse des coûts et des prix. Certains facteurs spéciaux ont joué, il est vrai, dans des domaines comme celui des prix des produits énergétiques et des produits alimentaires; cependant, même en tenant compte de ces facteurs, il appert que le rythme de la hausse est beaucoup trop rapide. La vague inflationniste actuelle n'a pas été déclenchée par une accélération marquée des salaires et traitements. Bien au contraire, ce fut le boom de courte durée, mais très fort – plus fort ici qu'aux États-Unis vu que les matières premières occupent une place plus grande dans l'économie de notre pays – qui donna lieu aux revendications en vue d'une augmentation des revenus du travail. Mais le boom a pris fin depuis quelque temps, et les nouvelles conventions salariales accordent toujours des augmentations d'une ampleur perturbatrice. Ces augmentations sont en moyenne depuis plusieurs trimestres de l'ordre de 18% par an, taux qui dépasse de loin celui qui pourrait aller de pair avec une diminution de notre taux d'inflation. Il semble que les employeurs répercutent sur les consommateurs la plus grande partie de ces

sufficiently expansionary to accommodate an accelerating increase in costs and prices? Is the central bank expected to create enough money to finance whatever rate of inflation emerges?

Expectations of this sort are clearly quite inconsistent with any possibility of good economic performance over time. I do not want to encourage their development by seeming to be unconcerned when the rate of monetary expansion in Canada tends to be excessive. Let me therefore say a further word about rates of monetary expansion in Canada.

Over a period of two years ending in the second quarter of 1973, a period in which unusually high rates of monetary expansion occurred around the world, the public's holdings of currency and demand deposits – the main forms of money used for making payments in Canada – increased at an average rate of no less than 15 per cent a year. By comparison, an average rate of no more than 5 per cent a year would have been high enough to accommodate the growth in production of goods and services in Canada at the long-term trend rate if the price level had remained stable.

The Bank knows perfectly well, of course, that over recent years an underlying rate of inflation has been built into our economy which is now much too high to be eliminated at all quickly by suddenly reducing the rate of monetary expansion to anything like such a low figure. The consequences for economic activity would be much too disruptive in the short run, so that whatever progress is to be made in moderating the rate of monetary expansion in Canada must be achieved gradually over time.

Some moderation has occurred. Over the two years to the second quarter of 1975, the average rate of growth of currency and demand deposits in Canada has been about 10 per cent a year. Since then the rate of money supply growth has bounced back up to unusually high figures but as I have explained we have now taken the steps that we think will ensure that this excessively high rate does not continue.

When you look at the cyclical aspects of the current economic situation, those of you who have watched economic and financial developments closely for as long as I have must be struck as I am with a sense of déjà vu. We have been here before. On previous occasions we have generally ended up, for all sorts of plausible short-term reasons, by turning economic recovery into an inflationary boom. This time around, it seems to me, we would be well advised to take a long look backwards at where we have been making our mistakes, together with a long look forward at where we want to be two or three years from now – and how we propose to get there.

augmentations en haussant fortement les prix de leurs produits et que tous les intéressés partent de l'hypothèse qu'ils seront toujours en mesure d'agir ainsi.

Si on réfléchit à cette situation en tenant compte de l'ampleur du chômage et des marges de capacité inutilisées, on ne peut s'empêcher de se poser des questions. Dans notre système économique, le facteur déterminant du niveau des prix a été et demeure le prix que les acheteurs sont disposés à payer. Il va de soi qu'un accroissement de la productivité ne peut guère absorber l'accroissement des salaires et des traitements, l'augmentation moyenne à long terme de la production par travailleur étant seulement de 2½% par an. En fait, dans de nombreux cas, les agents économiques concernés, qu'ils appartiennent au secteur public ou au secteur privé, semblent encourir des frais qui laissent présager une accélération de l'inflation. Quelle sera l'issue de cette situation? Est-ce qu'on s'attend à ce que les politiques fiscale et monétaire soient assez expansionnistes pour s'ajuster à l'escalade des coûts et des prix? Est-ce qu'on s'attend à ce que la banque centrale crée assez d'argent pour financer l'inflation, quel qu'en soit le taux?

Il est évident que les solutions de cette nature sont absolument incompatibles avec la possibilité d'une belle tenue de notre économie pour l'avenir. Je ne veux pas cautionner ces idées en affichant un air de sérénité à un moment où l'expansion monétaire a tendance à prendre des proportions exagérées. Permettez-moi donc de vous parler un peu plus longuement du rythme de l'expansion monétaire au Canada.

Au cours de la période de deux ans qui s'est terminée avec le deuxième trimestre de 1973 et qui a été dans le monde entier une période d'expansion monétaire exceptionnellement rapide, la monnaie et les dépôts à vue du public – principaux moyens de paiement au Canada – se sont accrus à un taux moyen de 15% ou plus par an. À titre de comparaison, mentionnons qu'un rythme annuel de 5% au plus aurait été suffisant, en régime de stabilité des prix, pour permettre à la production canadienne de biens et de services de maintenir son rythme de croissance à long terme.

La Banque est, il va de soi, bien consciente du fait que ces dernières années une inflation durable s'est incorporée à la structure de notre économie et que cette dernière a atteint maintenant un rythme trop rapide pour qu'on puisse l'éliminer sans délai en réduisant brusquement le taux d'expansion monétaire à un chiffre voisin de ces 5%. À court terme, une telle mesure perturberait beaucoup trop l'activité économique, de sorte que tout progrès dans la modération du taux de l'expansion monétaire au Canada doit être réalisé progressivement.

Un certain progrès en ce sens a néanmoins été effectué. Les deux années

The last time this country began to emerge from recession into recovery with a persisting problem of substantially escalated labour costs was as recently as 1970, only five years ago. In those days a policy aimed at trading off a bit more inflation in order to get a bit more employment was still the conventional economic wisdom. We now know what happened. Three years later we all found ourselves participating in the most virulent worldwide inflationary boom of living memory under peacetime conditions. The boom did not last much more than a year before signs of spreading recession began to appear in one country after another even before the shock of oil prices. And now we find ourselves back at square one with higher unemployment rates, with higher underlying rates of cost and price inflation, and with higher interest rates.

For more than 20 years almost every country in the western world has given rapid growth and high employment much higher priority in its policies than the preservation of the value of money. This approach worked well for quite a while, but it will not work well any longer. The loss of confidence in the value of money that has resulted from these policies has now become so great almost everywhere as to threaten the effective functioning of our existing economic, social and political institutions. We now have no option but to contain inflation and inflationary expectations if we are to have any realistic hope of achieving sustained economic growth.

You will have realized by now that I am not offering to you views on all the things that can or should be done to grapple constructively with Canada's various economic problems. My primary responsibility is to try to get monetary policy right, and I have explained today what I think that means. You can be confident that the Bank of Canada will permit a rate of monetary expansion that by any reasonable standard is sufficient to meet the needs of a good economic recovery with some moderation in the recent pace of inflation. You can also be confident that we shall be on guard against rates of monetary expansion that reinforce inflationary tendencies. I know, of course, that many things other than monetary policy have also to be right before the economic system will work well. I hope that a sober appreciation by Canadians of the seriousness of our economic problems will call forth sufficient will to co-operate in their resolution.

suivantes, soit jusqu'au deuxième trimestre de 1975, le rythme moyen de croissance de la monnaie et des dépôts à vue au Canada s'est établi à quelque 10% par an. Depuis, il est vrai, le rythme de croissance de la masse monétaire a de nouveau fait un bond qui l'a ramené à un taux exceptionnellement élevé mais, ainsi que je l'ai déjà expliqué, nous avons maintenant pris les mesures que nous estimons susceptibles de faire ralentir ce taux excessivement élevé.

Ceux d'entre vous qui, comme moi, suivent depuis longtemps l'évolution économique et financière de près doivent tout comme moi être frappés de constater que les aspects cycliques de la conjoncture actuelle donnent une impression de «déjà vu». Nous avons connu précédemment des situations semblables. Et pour toutes sortes de raisons à court terme très plausibles d'ailleurs, nous finissions généralement par transformer une bonne reprise économique en un boom inflationniste. Cette fois-ci, il me semble que nous ferions bien d'étudier attentivement nos erreurs passées et de déterminer tout aussi attentivement les objectifs que nous cherchons à atteindre d'ici à deux ou trois ans – ainsi que les moyens que nous nous proposons d'utiliser pour y arriver.

La dernière fois que notre pays est passé de la récession à la relance économique tout en continuant de faire face à un persistant problème de renchérissement rapide de la main-d'œuvre, c'était en 1970, il y a seulement cinq ans. À cette époque, la sagesse traditionnelle en matière économique conseillait d'adopter une politique visant à relever légèrement le niveau de l'emploi au prix d'une légère accentuation de l'inflation. Nous savons ce qui s'est passé depuis. Trois ans plus tard, nous nous retrouvions aux prises, à l'échelle mondiale, avec le boom inflationniste le plus virulent jamais enregistré en temps de paix. Ce boom n'avait duré qu'un peu plus d'une année que déjà, dans un pays après l'autre, et avant même le déclenchement de la crise pétrolière, des signes d'une récession toujours plus envahissante se faisaient sentir. Et nous voici retournés à notre point de départ, avec un taux de chômage plus élevé, avec un taux tendantiel plus élevé d'inflation des coûts et des prix et avec des taux d'intérêt plus élevés.

Depuis plus de vingt ans, presque tous les pays du monde occidental se sont beaucoup plus évertués à assurer une croissance rapide de leur économie et un taux élevé d'emploi qu'à préserver la valeur de leur monnaie. Cette attitude a donné de bons résultats pendant assez longtemps, mais elle a cessé de le faire. La perte de confiance en la valeur de la monnaie qui s'en est suivie a atteint un degré tel, presque partout dans le monde, qu'elle compromet gravement le fonctionnement efficace des institutions économiques, sociales et politiques que nous connaissons à l'heure actuelle. Nous n'avons maintenant d'autre choix que de contenir l'inflation et les anticipations inflationnistes, si

nous voulons entretenir un espoir réaliste d'atteindre à une croissance économique soutenue.

Vous avez certainement pu constater que je ne vous propose pas ici un programme détaillé des mesures qui peuvent ou doivent être prises pour apporter une solution constructive aux divers problèmes économiques du Canada. Ma fonction première consiste à essayer d'orienter la politique monétaire dans la bonne voie, et je vous ai exposé mon point de vue à ce sujet. La Banque du Canada, soyez-en persuadés, permettra qu'il y ait un rythme d'expansion monétaire suffisant, selon toute norme raisonnable, pour satisfaire les exigences d'une bonne reprise économique assortie d'une certaine atténuation de l'inflation. Vous pouvez également être convaincus que nous nous méfierons des taux d'expansion monétaire susceptibles de renforcer les tendances inflationnistes. Je n'ignore pas que la politique monétaire doit être bien orientée et que bien d'autres choses doivent aller bien pour que le système économique fonctionne comme il faut. J'aime à croire que les Canadiens sauront apprécier correctement la gravité de nos problèmes économiques et faire preuve de la bonne volonté nécessaire pour participer à leur solution.

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

Before the House of Commons Standing Committee on Finance, Trade and Economic Affairs, 6 November 1975

Mr. Chairman, I am here today to try to answer any questions your Committee may have about the Bank of Canada's role in the over-all anti-inflation programme. If you would like me to do so I am prepared to make a brief introductory statement.

There is no doubt in my mind that Canada is in serious economic trouble. Our costs and prices have continued to spiral upwards very rapidly in spite of more than a year of recession in this country and a more prolonged and severe recession in the outside world. Two years ago what was happening to prices in Canada was part of a worldwide phenomenon. More recently, however, the trend of costs and prices in a number of the main countries with which we trade has clearly begun to moderate, so that to an increasing extent continuing rapid inflation in Canada is now a special problem of our own.

The policy dilemma posed by this situation is that we can no longer count on being able to reduce unemployment in Canada simply by taking sufficiently strong measures to raise the level of internal demand. There is a very real risk that further stimulation of demand in present circumstances would serve mainly to fuel still higher inflation. As a result, unemployment would remain high; conceivably it too could go still higher.

In my view, it has now become absolutely essential to bring inflation under control in this country if we are to avoid major economic and social damage. This is our only realistic hope of achieving a sound recovery and sustained economic growth. That is why I support the idea of undertaking a concerted programme of measures directed towards this end.

Because the inflationary process in Canada has become so deeply

Exposé prononcé par M. Gerald K. Bouey, Gouverneur de la Banque du Canada

Devant le Comité permanent de la Chambre des Communes sur les finances, le commerce et les questions économiques, le 6 novembre 1975

Monsieur le Président, je me présente devant vous aujourd'hui pour tenter d'apporter une réponse aux questions que votre Comité désire me poser au sujet du rôle de la Banque du Canada dans le programme global de lutte contre l'inflation. Pour autant que cela vous convienne, j'aimerais, avant de passer à la période de questions, vous dire quelques mots en guise de préambule.

Il ne fait pour moi aucun doute que le Canada est actuellement la proie de sérieuses difficultés économiques. L'escalade des prix et des coûts se poursuit, en dépit de la récession qui dure depuis plus d'un an dans notre pays et de celle encore plus longue et plus grave qui sévit à l'étranger. L'évolution des prix, telle qu'elle se présentait au Canada il y a deux ans, correspondait à un phénomène mondial. Ces derniers temps, toutefois, la tendance à la hausse des prix et des coûts dans certains des principaux pays avec lesquels nous entretenons des relations commerciales a visiblement commencé à se modérer, de sorte que la rapide poussée inflationniste qui se continue au Canada constitue de plus en plus un problème qui nous est propre.

Sur le plan des politiques à adopter, il en résulte pour nous une situation fort embarrassante, car il ne nous est plus permis de compter que nous pourrons réduire le taux de chômage au Canada en prenant simplement des mesures suffisamment énergiques pour renforcer la demande intérieure. En effet, dans les circonstances présentes, toute politique de stimulation de la demande risque surtout de provoquer une accélération de l'inflation. Dans ce cas, le chômage resterait élevé; théoriquement, il pourrait prendre des proportions encore plus grandes.

À mon avis, il est devenu maintenant absolument essentiel de maîtriser l'inflation, si nous voulons écarter de notre pays le spectre de graves diff[illegible]és

entrenched and has gained such momentum, there is no way of bringing it under control quickly except at very heavy cost in terms of foregone output and lost job opportunities. That is why any drastic move to severely restrictive monetary and fiscal policies has been rejected.

An alternative approach would be to rely on monetary and fiscal moderation alone to slow down the rate of inflation. The problem with such an approach is that it might well take a very long time to succeed, given the fact that we start with such high rates of increase in prices and money incomes, and that the cost in terms of lost employment and output might still be substantial. It might have been a more practicable solution if rates of inflation were not already so high. Nevertheless, in my view a policy of monetary and fiscal moderation can work more effectively and with minimum dislocation if it is supplemented by an effective programme of price and income restraints. With the active support of all Canadians, these restraints can help to ensure that inflation will in fact moderate sufficiently to permit a steady improvement both in job opportunities and in the output of goods and services that we jointly produce and consume.

No one should be in any doubt about what is involved here: with the collective help of all Canadians in bringing inflation under control, we will find ourselves collectively better off, not worse off as many seem to think.

As I have said on previous occasions, there is no great mystery about the nature and origins of our current economic difficulties. Almost all of the world's industrial countries, including Canada, pursued very expansionary monetary and fiscal policies in the early 1970s. The main reason that these policies were adopted was in an effort to restore high levels of output and employment following the economic slowdown at the beginning of the decade.

It was widely believed at the time that until full economic recovery was assured the right course of action for central banks to follow was to resist the tendency for interest rates to rise and credit to tighten even if this involved rapid expansion of the money supply. This was particularly so in countries whose exchange rates were already under strong upward pressure at a time of acute international monetary instability. For many countries the fear that any substantial rise in their exchange rate would greatly complicate their domestic economic problems strongly reinforced the tendency to permit unusually rapid rates of monetary expansion. This was also a consideration of some importance in the monetary policy followed in Canada.

économiques et sociales. C'est là le seul moyen réaliste d'obtenir une saine reprise et une croissance économique soutenue. Je souscris donc entièrement à la mise en œuvre d'un programme concerté de mesures orientées vers ce but.

Vu que le processus inflationniste s'est tellement enraciné au Canada et y a acquis une telle force, il n'existe aucun moyen de le freiner à bref délai sans que ce ne soit au prix de lourds sacrifices au niveau de la production et de l'emploi. Cette considération explique qu'ait été écarté tout train de mesures draconiennes en matière de politiques monétaire et financière.

Recourir uniquement à une politique de modération en matière monétaire et financière constituerait un autre moyen de ralentir le rythme de l'inflation. Les taux d'accroissement des prix et des revenus nominaux étant au départ très élevés, cette méthode risquerait de prendre beaucoup de temps avant de porter des fruits, et les pertes risqueraient encore d'être considérables tant sur le plan de l'emploi que sur celui de la production. Cette solution aurait été plus opérante si l'inflation n'avait pas déjà atteint un rythme tellement rapide. Néanmoins, j'estime qu'une politique de modération en matière financière et monétaire peut se révéler plus efficace et provoquer un minimum de perturbations lorsqu'elle s'accompagne d'un programme valable de restrictions des prix et des revenus. Si elles bénéficient de l'appui actif de tous les Canadiens, ces restrictions peuvent contribuer à modérer l'inflation dans une mesure suffisante pour permettre une augmentation constante du nombre d'emplois disponibles et de la masse des biens et services que nous produisons et consommons ensemble.

Aucun doute ne doit être permis sur ce sujet: si nos efforts en vue de maîtriser l'inflation bénéficient de l'appui collectif de tous les Canadiens, notre pays connaîtra une amélioration et non pas, comme beaucoup semblent le croire, une diminution du niveau de vie.

Comme je l'ai déjà dit en diverses occasions, il n'y a rien de mystérieux dans la nature ni dans l'origine de nos difficultés économiques actuelles. La presque totalité des pays industrialisés du monde, entre autres le Canada, ont mené des politiques monétaire et fiscale très expansionnistes au cours des premières années de la présente décennie. Ces politiques furent adoptées principalement en vue de retrouver des niveaux élevés de production et d'emploi comparables à ceux qui avaient été observés avant que l'activité économique n'eût commencé à ralentir.

À cette époque, il était courant de penser que la seule bonne attitude à adopter pour les banques centrales, tant que l'économie n'aurait pas pleinement retrouvé son élan, était de contrecarrer la tendance à la hausse du loyer de l'argent et la tendance au resserrement du crédit, même au prix d'une

A policy approach of this kind depends of course on an ability to forecast economic developments quite accurately and, having regard to the inevitable time lags, to tighten fiscal and monetary policies substantially well before the limits of the economy's productive capacity are reached. This is not how things turned out. The separate national policies of countries interacted, creating a worldwide inflationary boom of major proportions in 1973 that set off a continuing spiral of very large price and cost increases. Some countries, including Canada, found that their usual measures of unemployment turned out to be highly misleading as a guide to how much room actually existed for further economic expansion. The steep rise in world price levels resulting from the boom was powerfully reinforced by a marked shortfall in the supply of foodstuffs due to poor harvests and by the action of the OPEC countries in quadrupling the price of oil.

The strains and stresses produced by such an overheated economic system take many forms – a general scramble to build up stocks of particular kinds of goods before they become scarcer and more expensive, a fierce struggle for money income increases large enough to protect the recipients against the effects of price increases that have already occurred or are anticipated, soaring prices, labour costs, interest rates and so on. Established patterns of economic behaviour are distorted by all sorts of imbalances whose eventual reversal is bound to be disruptive and painful. It is no accident that world recession followed hard on the heels of the world inflationary boom, or that a sound basis for renewed and lasting economic growth now seems so difficult to achieve.

I do not propose to dwell longer on the origins of the current problem of inflation. To a considerable extent the causes of the demand-pull inflation are not as immediately relevant to the control of our present inflation as those forces which are keeping it going and even causing it to accelerate. For example, I have stated on another occasion that the current wave of inflation was not initiated by a marked acceleration of wage and salary increases, but because of their relative importance in total costs, very high wage and salary settlements have been a major force behind the continuation of the rise in prices and costs. The objective must be to bring about a deceleration of both price and cost increases.

Besides dealing with this cost-push problem, we must try to manage total demand in the economy better than we have in past cycles. So far as monetary policy is concerned a major change of emphasis seems to me to

rapide expansion de la masse monétaire. Il en était particulièrement ainsi dans les pays dont la devise était l'objet de fortes pressions à la hausse, à cette époque d'instabilité monétaire aiguë sur le plan international. Dans nombre de pays, la crainte que toute hausse sensible du taux de change de leur monnaie ne vînt compliquer grandement les problèmes économiques intérieurs a fortement renforcé la tendance à permettre une expansion monétaire particulièrement rapide. Cette considération a également joué en ce qui concerne la politique monétaire suivie au Canada.

Pour mener une politique de cette nature, il faut naturellement être capable de prévoir l'évolution économique avec une certaine précision et, compte tenu des délais de réponse inévitables, d'adopter des politiques fiscale et monétaire restrictives bien avant que soient atteintes les limites de l'appareil de production. Les choses ne se sont pas passées ainsi. L'influence réciproque des politiques adoptées séparément par les pays provoqua en 1973 une violente poussée inflationniste d'envergure mondiale, qui fut à l'origine d'une escalade continue des prix et des coûts. Certains pays, notamment le Canada, découvrirent que leurs instruments traditionnels de mesure du chômage leur donnaient des indications très trompeuses sur les limites réelles de leur potentiel d'expansion économique. La flambée des prix sur les marchés internationaux a été puissamment renforcée par un déficit marqué de l'offre de produits alimentaires imputable à de mauvaises récoltes et par le quadruplement du prix du pétrole décidé par les pays membres de l'O.P.E.P.

Les tensions que provoque une telle surchauffe de l'économie prennent des formes diverses: fièvre générale d'accumuler des stocks de certains produits susceptibles de devenir plus rares et plus coûteux, course acharnée aux augmentations de salaires nominaux assez grandes pour protéger les bénéficiaires des effets des hausses de prix déjà enregistrées ou simplement pressenties, escalade des prix, des coûts de main-d'œuvre, des taux d'intérêt, etc. Les modèles connus de comportement économique sont perturbés par des déséquilibres de toutes sortes, qu'on ne pourrait éliminer sans créer une situation chaotique et pénible. Ce n'est pas par hasard que la récession mondiale a suivi de si près la poussée inflationniste mondiale, et qu'il semble maintenant si difficile de jeter les bases solides d'une relance économique durable.

Je ne compte pas m'étendre plus longuement sur l'origine des difficultés inflationnistes que nous connaissons actuellement. Dans une large mesure, il n'importe pas tellement, pour maîtriser cette inflation, de connaître les causes immédiates de l'inflation par la demande, mais bien de savoir quels sont les facteurs qui l'alimentent, ou font qu'elle s'accélère. Ainsi, j'ai déjà

be occurring in many countries. The experience of recent years has shown how much trouble can be stored up for the future by following a monetary policy that is overly concerned about the short-term impact of interest rate movements on economic activity or the exchange rate, and not sufficiently concerned with the cumulative effect over time of the rate of monetary expansion on the trend of prices. Experience has, I believe, demonstrated the need for greater steadiness in rates of monetary growth.

Over a two-year period ending in the second quarter of 1973, a period in which unusually high rates of monetary expansion occurred around the world for reasons that I have already mentioned, the public's holdings of currency and demand deposits – the main forms of money used for making payments in Canada – increased at an average rate of no less than 15 per cent a year. By comparison, an average rate of about 5 per cent a year would probably have been high enough to accommodate the growth in production of goods and services in Canada at the long-term trend rate if prices had been stable.

The fact is, of course, that over recent years an underlying rate of inflation has been built into our economy which is now much too high to be eliminated at all quickly by suddenly reducing the rate of monetary expansion to anything like such a low figure. The consequences for economic activity would be much too disruptive in the short run, so that whatever progress is to be made in moderating the rate of monetary expansion in Canada must be achieved gradually over time.

Some moderation has occurred. Over the two years ending in the second quarter of 1975, the average rate of growth of currency and demand deposits in Canada was down to about 10 per cent a year. During the summer months the rate of growth of the money supply so defined bounced back up to unusually high figures, but the Bank has since taken action – culminating in the Bank Rate increase early in September – in an attempt to deal with that situation.

I should point out that the technical means available to the Bank of Canada for slowing down the growth of the money supply so defined is to restrict the quantity of cash reserves it makes available to the banking system in its day-to-day operations. The effect is to slow down the rate at which the banking system expands and this puts upward pressure on short-term interest rates. Higher short-term interest rates affect the willingness of the public to hold money in non-interest bearing forms. I want to stress the key role played in this matter by higher short-term interest rates, which from time to time will include the Bank of Canada's own lending rate, the Bank Rate.

eu l'occasion de déclarer que cette vague inflationniste n'a pas eu pour cause première une accélération marquée de la hausse des salaires et des traitements mais, vu leur relative importance dans la structure des coûts, les hausses salariales très élevées accordées en vertu de conventions collectives ont été un facteur prépondérant de la continuation de l'escalade des prix et des coûts. L'objectif doit être d'obtenir une décélération de la hausse des prix et des coûts.

En plus de trouver une solution à cette poussée des coûts, nous devons nous efforcer de mieux gérer la demande globale que nous ne l'avons fait au cours des cycles passés. En ce qui a trait à la politique monétaire, il convient de mentionner qu'elle fait présentement l'objet d'une importante réorientation dans un grand nombre de pays. L'expérience de ces dernières années montre bien dans quelle mesure on peut hypothéquer l'avenir en suivant une politique monétaire, d'une part, trop soucieuse de l'incidence à court terme des fluctuations des taux d'intérêt sur l'activité économique ou sur le taux de change et, d'autre part, insuffisamment préoccupée de l'effet cumulatif de l'expansion monétaire sur la tendance des prix. À mon avis, l'expérience nous enseigne qu'il est indispensable que la croissance monétaire adopte désormais un rythme plus régulier.

Au cours de la période de deux ans qui s'est terminée avec le deuxième trimestre de 1973 et qui a été dans le monde entier, pour des raisons déjà mentionnées, une période d'expansion monétaire exceptionnellement rapide, la monnaie et les dépôts à vue du public – principaux moyens de paiement au Canada – se sont accrus à un taux moyen de 15% ou plus par an. À titre de comparaison, mentionnons qu'un rythme annuel d'environ 5% aurait probablement été suffisant, en régime de stabilité des prix, pour permettre à la production canadienne de biens et de services de maintenir son rythme de croissance à long terme.

En réalité, une inflation durable s'est incorporée à la structure de notre économie ces dernières années et a maintenant atteint un rythme trop rapide pour qu'on puisse l'éliminer sans délai en réduisant brusquement le taux d'expansion monétaire à un chiffre voisin de ces 5%. À court terme, une telle mesure perturberait beaucoup trop l'activité économique, de sorte que tout progrès dans la modération du taux de l'expansion monétaire au Canada doit être réalisé progressivement.

Un certain progrès en ce sens a néanmoins été réalisé. Au cours des deux années suivantes, soit jusqu'au deuxième trimestre de 1975, le rythme moyen de croissance de la monnaie et des dépôts à vue au Canada est retombé à quelque 10% par an. Pendant les mois d'été, le rythme de croissance de la masse monétaire ainsi définie a de nouveau fait un bond qui l'a ramené à

How strong an impact such action by the Bank of Canada will have in slowing the growth in the months ahead of currency and demand deposits will depend in part on the strength of the other major determinant of the demand for money balances, that is, the level of total spending in the economy. The Bank of Canada is, however, able to exercise a broad controlling influence over the underlying trend of monetary expansion – not from week to week or even, necessarily, from month to month, but certainly over periods long enough for the behaviour of the economy to be significantly affected by the trend of the money supply.

In exercising this influence, the Bank of Canada tries to avoid over-reacting to the wide variations in the rate of monetary growth that can – and frequently do – occur over relatively short periods of time. In most cases these variations are the result of transient and essentially self-reversing disturbances of only a few weeks' duration. If the Bank of Canada reacted sharply to every temporary spurt or pause in the growth of currency and demand deposits, its actions would necessarily involve much larger, more frequent and more disruptive changes in interest rates than would serve any useful economic purpose.

The broad objective that the Bank of Canada continues to pursue is, as I have stated elsewhere, to maintain enough monetary growth to support rising levels of economic activity together with a moderation of the rate of inflation.

un taux exceptionnellement élevé, mais depuis la Banque a pris des mesures, dont la plus importante est l'augmentation du taux d'escompte décidée au début de septembre, dans le but de remédier à cette situation.

Je dois vous informer que le moyen technique dont la Banque du Canada dispose pour ralentir la croissance de la masse monétaire ainsi définie est la réduction du volume des réserves-encaisse qu'elle met à la disposition du système bancaire au cours de ses opérations journalières. Ces mesures ont pour effet de ralentir le rythme d'expansion du système bancaire, ce qui exerce une pression à la hausse sur les taux d'intérêt à court terme. La hausse de ces taux influe sur la tendance du public à détenir des liquidités sous des formes non productives d'intérêt. Permettez-moi d'insister sur le rôle primordial joué en la matière par le renchérissement de l'argent à court terme, y compris, de temps à autre, le relèvement du taux d'escompte ou taux débiteur de la Banque du Canada.

La mesure dans laquelle ce genre d'interventions de la Banque du Canada aura pour effet de ralentir dans les mois à venir la progression de la monnaie et des dépôts à vue dépendra en partie de la vigueur de l'autre grand facteur de la demande de liquidités, c'est-à-dire de l'évolution de la dépense globale dans l'économie. La Banque du Canada est toutefois en mesure d'exercer une influence régulatrice générale sur la tendance fondamentale de l'expansion monétaire, non pas d'une semaine à l'autre, ni même non plus nécessairement d'un mois à l'autre, mais certainement sur des périodes suffisamment longues pour que l'évolution tendancielle de la masse monétaire puisse influencer de façon significative le comportement de l'économie.

Dans l'exercice de cette influence, la Banque du Canada s'efforce de ne pas réagir de façon exagérée aux fortes variations du rythme d'expansion monétaire qui peuvent se produire – et qui en fait se produisent souvent – au cours de périodes relativement courtes. La plupart du temps, ces variations résultent de perturbations passagères et essentiellement autorégulatrices qui ne durent que quelques semaines. Si la Banque du Canada réagissait avec vigueur à toute poussée ou à tout arrêt momentané de la croissance de la monnaie et des dépôts à vue, ses interventions provoqueraient nécessairement des variations des taux d'intérêt bien plus importantes, plus fréquentes et plus perturbatrices que ne le dicterait la poursuite d'objectifs économiques valables.

L'objectif global que la Banque du Canada continue de viser demeure, comme j'ai déjà eu l'occasion de le déclarer, le maintien d'un rythme d'expansion monétaire suffisant pour favoriser à la fois une croissance de l'économie et une modération de l'inflation.

Economic models

Validation of macroeconometric models: some reflections on the state of the art

T. Maxwell

The increasing number and use of econometric models raise the very pertinent question of just how good these models are. Previous articles in the Review* have focussed on some of the difficulties that arise in attempting to evaluate a model and have suggested certain criteria that could be used. However they also alluded to a lack of consensus, as well as a lack of knowledge, on how to assess the validity of an econometric model. Since these articles were written, considerably more experience has been gained in the use of models and this has led, as different groups working independently have tackled the problem, to greater insight into ways of testing the reliability of models. A consensus is developing on what tests should be applied and what information is needed to perform these tests. These ideas have firmed up sufficiently to warrant a wider exposure than the inner sanctum of model builders, particularly in view of the growing reliance placed on these models, both by industry and government.

The process of validating a macroeconometric model can be viewed as comprising three stages. The first is the requirement that the hypotheses underlying the behavioural relationships should be in accord with the basic postulates of economic theory and further that they be consistent one with another. The second is that these hypotheses should be tested empirically. The final stage – and it is to this stage that this article is addressed – is that the behaviour of the model as a whole, that is, all the equations operating simultaneously, should be examined. Although there are still problems in applying the first two criteria, there is no lack of statistical methods to assess the validity of the estimated equations,

*For a discussion of the different types of models and the ways they can be used see: John Helliwell, "*Economic models*", Bank of Canada Review, March 1972. See also: F. W. Gorbet, "*Econometric models: some comments on their use in policy analysis*", Bank of Canada Review, October 1973.

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

La validation des modèles macroéconomiques: Quelques réflexions sur l'état actuel des connaissances en la matière

T. Maxwell

Le nombre et l'usage croissants des modèles économétriques nous amènent à nous interroger sur leur valeur. Le lecteur de cette Revue a déjà eu l'occasion de lire des analyses traitant de quelques-unes des difficultés posées par les tentatives d'évaluation des modèles et proposant certains critères d'appréciation. Dans ces articles*, les auteurs soulignaient l'absence de consensus voire le manque de connaissance qui entachaient l'évaluation des modèles économétriques. Depuis, bien du chemin a été parcouru et, grâce aux efforts déployés par divers groupes travaillant indépendamment, une meilleure connaissance des moyens de vérifier la fiabilité de ces instruments a pu être acquise. L'unanimité est en train de se faire sur la nature des tests à effectuer et sur les éléments d'information nécessaires à cette fin. Les idées se sont suffisamment clarifiées pour sortir du sanctuaire des constructeurs de modèles, surtout si l'on considère la confiance croissante que placent dans les modèles et le secteur privé et le secteur public.

On peut dire que le processus de validation d'un modèle se fait en trois étapes. La première consiste à vérifier si les hypothèses à la base des relations de comportement sont conformes aux postulats fondamentaux de la théorie économique et si elles sont en outre compatibles les unes avec les autres. La seconde étape consiste à vérifier empiriquement ces hypothèses. La dernière – celle qui fait précisément l'objet de cet article – a trait au comportement de l'ensemble du modèle, c'est-à-dire qu'elle consiste à examiner toutes les équations en solution simultanée. Il existe encore des problèmes à résoudre en ce qui concerne les deux premières étapes, mais les méthodes statistiques servant à évaluer la validité des équations estimées ne manquent pas: témoin la documentation volumineuse produite par les économètres. Dans ce pro-

*Le lecteur trouvera une description des divers types de modèles et des usages qu'on peut en faire dans un article de John Helliwell intitulé : *Les modèles économiques*, Revue de la Banque du Canada, mars 1972, et dans un article de F.W. Gorbet publié sous le titre : *Quelques commentaires sur l'utilisation de modèles économétriques dans l'analyse des politiques économiques*, Revue de la Banque du Canada, octobre 1973.

M. Maxwell est Chef adjoint au Département des recherches.

as is witnessed by the voluminous writings on this subject by econometricians. In validating the estimated equations, it is possible to derive a statistic (a function of observable variables) that pertains directly to the hypothesis being tested and to carry out a formal statistical test by comparing the observed value of the statistic with a theoretically derived value.

When it comes to validating the model as a whole, we simply do not have the theoretical knowledge to derive an adequate statistic capable of depicting the behaviour of the model, still less to derive theoretical values with which to compare it. This means we have to resort to less formal, though not necessarily less valid, tests. The absence of a formal testing procedure does mean, however, that great attention must be paid to the pertinence of the hypothesis being tested as well as to the methodology used in performing the tests. As we do not have a theoretical norm against which to compare the behaviour of a model, we have to fall back upon validating a model by comparing its behaviour either with the behaviour of other models which have a similar structure, or with our own notions of what is reasonable.

The requirement that the hypothesis being tested is indeed pertinent can be ensured by constructing tests that are based on the purposes for which the model was designed. While models have been designed and used for a wide variety of purposes, it seems hard to escape the conclusion that one of the major purposes of a macroeconometric model is to explain and predict some aspect of reality. In using a model for this purpose we are bound to be concerned with its tracking ability, that is, its ability to recreate the past and to predict the future. The other main use of these models has been to simulate, in a consistent and replicable fashion, the implications of alternative policy options. In this case we are interested in the plausibility of the model's representation of the dynamic adjustment processes that would follow a change in policy. This article will focus on the tests that can be applied in attempting to evaluate a model's tracking ability. A subsequent article will discuss the evaluation of a model when it is used to assess the effects of a policy shock.

Test of tracking ability

Before discussing the quantifiable aspects of a model's tracking behaviour, it might be helpful to make some distinctions among different types of simulations as an aid to understanding the testing procedures. In simulating a model, the values of the exogenous variables (those deter-

cessus, il est possible à la fois de calculer une statistique (une fonction des variables observées) qui est directement liée à l'hypothèse à vérifier et de réaliser un test statistique formel consistant à comparer la valeur observée de cette statistique avec une valeur théorique.

Parvenus au stade de validation du modèle dans son ensemble, nous n'avons pas les connaissances théoriques nécessaires pour obtenir par déduction une statistique adéquate capable de synthétiser le comportement du modèle, encore moins pour calculer des valeurs théoriques qui serviraient d'élément de comparaison. Autrement dit, nous devons nous contenter de tests moins formels, dont l'efficacité n'est pas réduite pour autant. Le fait qu'il n'existe pas de test formel signifie, cependant, qu'une grande attention doit être accordée à la justesse de l'hypothèse soumise à l'examen, ainsi qu'à la méthodologie suivie. Vu qu'il n'existe pas de critère théorique permettant de juger du comportement du modèle, force nous est de le valider en comparant son comportement avec celui d'autres modèles dotés d'une structure similaire ou bien de l'apprécier à la lumière de nos conceptions de ce qui est raisonnable.

La pertinence de l'hypothèse peut être vérifiée par des tests qui tiennent compte des buts pour lesquels le modèle a été conçu. Si les modèles sont conçus et utilisés pour remplir une grande variété de fonctions, il semble toutefois difficile d'échapper à la conclusion qu'un des principaux objectifs d'un modèle macroéconomique est d'expliquer et de prévoir certains aspects de la réalité. En utilisant un modèle à cette fin, nous sommes contraints de nous soucier de son pouvoir prédictif, c'est-à-dire de son aptitude à reconstituer le passé et à faire des prévisions. L'autre usage important qu'on fait des modèles consiste à simuler les implications de différentes politiques tout en respectant la logique du modèle. Notre but ici est d'examiner la plausibilité des descriptions – que donne le modèle – des processus d'ajustement dynamiques consécutifs à un changement de politique. Cet article analyse les tests qu'on peut effectuer en essayant d'évaluer le pouvoir prédictif d'un modèle. Nous étudierons dans un autre article comment évaluer un modèle qui est utilisé pour déterminer les effets qu'entraîne un changement de politique.

Test du pouvoir prédictif

Avant de passer aux aspects quantifiables du pouvoir prédictif du modèle, il ne serait pas sans intérêt d'établir certaines distinctions entre les différents types de simulation, ce qui aidera à mieux saisir la nature des tests. En procédant à des exercices de simulation avec un modèle, l'usager doit fournir les variables exogènes (celles qui sont déterminées en dehors du modèle)

mined outside the model) have to be supplied by the user before the equations can be solved and a set of values for the endogenous variables obtained. Thus the first distinction to be drawn is between an ex post simulation where the actual values of the exogenous variables are all known and an ex ante simulation where the exogenous variables have to be forecast. The second distinction that should be made is whether the simulation period is contained within the sample period used to estimate the equations in the model or whether it extends beyond it. The former simulation is called intra-sample, the latter extra-sample.

It is now possible to describe three different types of model simulation and to list them in order of the increasing demands they make on the model. The first would be an ex post, intra-sample simulation; in this case, not only are all the data known but the model builder has devoted a great deal of time and ingenuity to ensuring that the model performs well over this period. In the second case, an ex post, extra-sample simulation, all the data are again known but the model builder has not been able to incorporate into the structural relationships of the model any observed shifts in the underlying economic process during the post-sample period. Thus this type of simulation is suited to performing tests to see whether the basic structure of a model is still appropriate. By definition the third type, an ex ante simulation, has to be extra-sample. It is the most demanding test of a model since it tests not only the stability of the relationships embedded in a model but also the viability of a model in translating a forecast of exogenous variables into a set of endogenous variables.

Since the subsequent discussion of testing procedures will centre around the errors (defined as the difference between the simulated value and the actual or realized value) in a set of results when a model is simulated in the above ways, an analysis of the causes of errors in macroeconometric models is central to an understanding of the ideas underlying the tests.

In principle, the ex ante error in any variable can be broken down into the following four components. First, there are single equation errors; these arise because of imperfect knowledge of the economic processes underlying the assumptions being used (and the possibility that the relationship specified in the equation may not adequately depict the underlying economic process outside the sample period). Secondly, errors occur because of interdependencies in the system. In the case of single equation errors, it is assumed that all of the variables other than the one being explained are known exactly. In a simulation, contemporaneous

avant de pouvoir résoudre les équations et obtenir un ensemble de valeurs correspondant aux variables endogènes. Ainsi il convient d'établir une première distinction entre une simulation *ex-post*, où les valeurs actuelles des variables exogènes sont toutes connues et une simulation *ex-ante*, où les variables doivent être prévues. La seconde distinction à faire consiste à savoir si la période sur laquelle porte la simulation est contenue dans la période échantillonnale utilisée pour estimer les équations du modèle ou si elle s'étend au-delà de ladite période. Dans le premier cas, il s'agit d'une simulation à l'intérieur de la période échantillonnale, dans le second, d'une simulation à l'extérieur de cette période.

Il est maintenant possible de décrire trois types différents de simulation et de les énumérer, en suivant un ordre d'importance croissante, selon les exigences faites au modèle. La première serait une simulation à l'intérieur de la période d'estimation; alors non seulement toutes les données sont connues, mais le constructeur du modèle s'est patiemment évertué à assurer la plus grande précision du modèle pendant ladite période. Dans le second cas, celui d'une simulation *ex-post* en dehors de la période échantillonnale, toutes les données sont également connues, mais le constructeur du modèle n'a pu incorporer aux relations structurelles aucune des modifications observées dans les processus économiques fondamentaux au-delà de la période d'estimation. Aussi ce type de simulation permet-il d'effectuer les tests visant à démontrer si la structure du modèle est encore appropriée. Par définition, les simulations du troisième type, soit les simulations *ex-ante*, doivent se faire en dehors de la période échantillonnale. Il s'agit là du test le plus exigeant, étant donné qu'il met à l'épreuve non seulement la stabilité des relations incorporées au modèle, mais aussi la viabilité du modèle, puisque celui-ci ne permet d'obtenir un ensemble de variables endogènes qu'à partir d'une prévision des variables exogènes.

Puisque les paragraphes suivants portent principalement sur les tests effectués sur les erreurs – considérées comme l'écart entre la valeur simulée et la valeur actuelle ou observée – contenues dans un ensemble de résultats lorsqu'un modèle est simulé selon les façons décrites ci-dessus, il est indispensable d'étudier la source des erreurs dont sont entachés les modèles macroéconomiques pour bien comprendre les idées sur lesquelles reposent les tests.

En principe, l'erreur *ex-ante* contenue dans une variable quelconque peut être décomposée en quatre éléments. Mentionnons premièrement les résidus; ils proviennent d'une connaissance imparfaite des processus économiques qui sous-tend les hypothèses utilisées (et de la possibilité que les relations spécifiées dans l'équation ne rendent pas compte avec précisi

errors are allowed to influence each other and this becomes an additional source of error. Thirdly, errors arise over time as the simulation progresses and the model reacts to past errors. This dynamic accumulation of errors can cause the model to wander off track. Fourthly, errors will arise as a result of errors made in forecasting the exogenous variables.

In the light of the foregoing description of the sources of errors in a model and of the various modes of simulation, it is possible to design a hierarchy of tests, culminating in ex ante simulations, for tracing the source of simulation errors. The first problem that one faces in attempting this is that macroeconometric models generally explain a large number of economic variables. Rather than arbitrarily weighting errors in the component variables in order to construct a single measure of the errors or simply reporting the errors for a single major aggregate such as GNP, most model builders have chosen to report the results for representative subsets of variables among those explained by the model. Since the models are designed around and purport to explain the behaviour of the components of the National Accounts, a natural grouping of variables suggests itself. Thus most model builders would report on a set of variables representing the expenditure side of the accounts and on another set representing the income side. To the extent that they are explained in the model, other representative subsets may also be included, for example: supply variables; a subset on wages, prices and the unemployment rate which reflect the interaction of demand and supply; variables representing the financial sector; and a subset of variables for the international sector. Reporting in this manner allows the user of the model to focus on the size of the errors in those variables in which he is most interested.

The second problem is the need for a statistical technique that will allow us to capture the essential properties of the errors over a number of periods in a single measure. Various techniques have been employed but the method most commonly used is to calculate the average value of the squares of the errors. This statistic, called the mean squared error or MSE, has the property that large errors are given a disproportionately greater weight than small errors; its use implies that our concern about errors increases more than in proportion to the increase in the size of the errors.

As was mentioned earlier, the theoretical properties of the errors we are attempting to measure are not known. Thus, in the absence of a theoretical norm against which to compare the results, they have to be compared with those of other similar models or with our own concepts of

économiques fondamentaux en dehors de la période échantillonnale). Deuxièmement, les erreurs sont dues à l'interdépendance des relations existant à l'intérieur du système. Dans le cas des résidus, on suppose que toutes les variables autres que celles qu'on veut expliquer sont bien connues. Dans un exercice de simulation, les erreurs observées sur une même période peuvent s'influencer les unes les autres, ce qui constitue une source additionnelle d'erreurs. Troisièmement, des erreurs apparaissent à mesure que l'exercice de simulation se réalise et que le modèle réagit aux erreurs passées. Cette accumulation dynamique d'erreurs peut engager le modèle sur une mauvaise voie. Quatrièmement, des erreurs commises lors de la prévision des variables exogènes donnent elles-mêmes naissance à d'autres erreurs.

À la lumière de cette description des sources d'erreurs contenues dans un modèle et des divers types de simulation, il est possible de concevoir toute une hiérarchie des tests visant à retracer l'origine des erreurs de simulation, et au sommet de laquelle se situent les simulations du type *ex-ante*. Le premier obstacle ici consiste dans le fait que les modèles macroéconomiques expliquent en général un grand nombre de variables économiques. Au lieu de pondérer arbitrairement les erreurs contenues dans les variables explicatives dans le but d'établir un seul instrument de mesure des erreurs, et au lieu de relever les erreurs affectant un seul grand agrégat, le P.N.B. par exemple, la plupart des constructeurs de modèles préfèrent retenir, parmi les variables expliquées par le modèle, les résultats des sous-ensembles représentatifs de variables. Étant donné que les modèles visent et servent à expliquer le comportement des composantes des comptes nationaux, le mode de classification d'après leur nature s'impose de lui-même. Ainsi, la plupart des constructeurs de modèles sélectionnent un ensemble des variables représentant des éléments de la dépense nationale et un autre ensemble représentant des éléments du revenu. Pourvu qu'ils soient expliqués dans le modèle, d'autres sous-ensembles représentatifs de variables peuvent être également compris, par exemple: les variables relatives à l'offre; un sous-ensemble touchant les salaires, les prix et le chômage, lequel reflète l'interaction entre l'offre et la demande; des variables concernant le secteur financier; un sous-groupe de variables portant sur les transactions avec l'étranger. Cette façon d'opérer permet à l'utilisateur du modèle de préciser l'ampleur des erreurs affectant les variables auxquelles il s'intéresse le plus.

Le second obstacle réside dans la nécessité de trouver une méthode statistique qui permette de saisir à l'aide d'un seul instrument de mesure les caractéristiques essentielles des erreurs enregistrées sur un certain nombre de périodes. On a utilisé diverses techniques pour y parvenir, mais la méthode la plus répandue consiste à calculer la moyenne des erreurs élevées au carré.

reasonableness. The most fruitful line to follow is to attempt to measure the tracking properties of a model in such a way that they can be compared with those of another model. This is most easily done by carrying out experiments that enable us to trace the sources of errors in a model.

By performing the first set of experiments in the ex post, intra-sample context, it is possible to limit the sources of errors to single equation errors, the contemporaneous interaction of these errors and the dynamic accumulation of these errors over time as the simulation progresses. Since single equation errors should have already been examined during the process of building the model, these experiments concentrate on the simultaneous errors and the error dynamics. Although the relationship between single equation errors and their contemporaneous simultaneous values is of interest, what is of key importance here is the dynamic pattern of errors over time, for this is a test of the model's ability to stay on track. The obvious method of measuring this property is to compare the MSE as the simulation period lengthens (in the case of a quarterly model, one, four, eight . . . period simulations). A marked increase in the MSE as the simulation period is extended would indicate a build-up of errors over time. In order to determine whether the results are general and not dependent on the particular period over which the test was performed, and to make use of all the information available, one would simply replicate the experiments with different starting points until the whole sample has been exhausted. Since the process whereby the single equation errors are transformed into system errors which in turn accumulate over time is an integral part of the model, there is no reason to suspect that the results obtained will not be valid outside the intra-sample period, assuming no change in the properties of the single equation errors.

The next step is to look at the properties of a model in an ex post, extra-sample context. What we are concerned with testing at this stage is whether the model is still a good representation of reality outside the sample period. In other words, can it be assumed that there has been no change in the properties of the errors as a result of structural shifts in the economy? (In order for this to be a fair test, the model builder should incorporate into the exogenous set of variables the effects of developments that the model does not purport to explain such as strikes and institutional changes.) Even though a formal test for stability for the model as a whole does exist, in view of the complexity of this test and the amount of work involved, most model builders make use of tests that are easier to perform, though less formal. For example the MSE

Cette statistique, appelée erreur quadratique moyenne, a comme caractéristique de donner aux erreurs les plus grandes une pondération disproportionnée par rapport à celle accordée aux petites erreurs; l'utilisation d'une telle méthode suppose que l'importance accordée aux erreurs s'accroît plus rapidement que la taille des erreurs elles-mêmes.

Comme nous l'avons mentionné auparavant, nous ne connaissons pas les propriétés théoriques des erreurs que nous essayons de mesurer. Ainsi, en l'absence de normes théoriques permettant d'évaluer les résultats, nous sommes contraints de les comparer avec ceux de modèles semblables ou de les apprécier à la lumière de nos conceptions de ce qui est raisonnable. La méthode la plus féconde consiste à tenter de mesurer le pouvoir prédictif d'un modèle donné, de façon qu'il puisse être comparé à celui d'un autre modèle. La solution la plus simple consiste à mener les expériences qui nous permettent de déterminer la source des erreurs dans un modèle.

Dans une première étape, celle des expériences *ex-post* à l'intérieur de la période d'estimation, il est possible d'avoir seulement trois sources d'erreurs: les résidus, l'interaction simultanée de ces résidus et leur accumulation dynamique au cours de la simulation. Les résidus ayant déjà été analysés lors de la construction du modèle, cette première série d'expériences portera seulement sur les deuxième et troisième sources d'erreurs. Même si les rapports entre les résidus et leur valeur en solution simultanée présentent un certain intérêt, ce qui importe le plus ici c'est le profil dynamique des erreurs sur une certaine période, car il s'agit là d'un test de la capacité du modèle à rester sur la bonne voie. La méthode tout indiquée pour évaluer cette propriété du modèle consiste à suivre l'évolution de l'erreur quadratique moyenne à mesure que la période de simulation s'allonge (un, quatre, huit . . . trimestres de simulation dans le cas d'un modèle trimestriel). Un accroissement sensible de l'erreur quadratique moyenne au terme d'une plus longue période de simulation pourrait signifier que les erreurs s'accumulent avec le temps. Dans le but de s'assurer que ces résultats ont une portée générale et ne dépendent pas de la période particulière sur laquelle porte le test et afin d'utiliser toutes les données disponibles, on répétera tout simplement les expériences en partant chaque fois d'une date différente, jusqu'à ce que la période échantillonnale soit intégralement couverte. Vu que le processus de transformation des résidus en erreurs systématiques – qui elles-mêmes s'accumulent à la longue – fait partie intégrante du modèle, il n'existe aucune raison de supposer que les conclusions déjà obtenues ne seront plus valables en dehors de la période échantillonnale, pourvu que les propriétés des résidus ne changent pas.

L'étape suivante consiste à analyser en termes *ex-post* les propriétés du

for simulations of the same duration inside and outside the sample period can be compared. A noticeable increase in the MSE in simulations outside the sample period would be regarded as evidence that there has been a structural shift that has not been captured. This implies that the problem originates in one or more single equations; thus the diagnostic process reverts to an examination of single equation errors, a level where formal stability tests can be more easily applied.

It is much more difficult to take the next step and test, under controlled conditions, a model's ex ante forecasting ability. This arises from the new element of subjectivity that is introduced by the presence of the forecaster who exercises his own judgement in forecasting the exogenous variables and then uses the model to translate them into a forecast of the endogenous variables. This subjective element makes it very difficult to find an objective measure with which to compare the ex ante properties of the model. For example, it would be possible to compare a model forecast with a strictly judgemental forecast but it can be argued that this would only be valid if the person making the judgemental forecast also forecast the exogenous variables used in the model. Moreover there is the further complication that, in practice, the forecaster tends to have a good idea of the future path of the endogenous variables that the model is forecasting as well as a feel for the biases in the model and will possibly tend to adjust the forecast of the exogenous variables to compensate for known deficiencies in the model. In fact studies have shown that for this very reason the performance of models in ex ante forecasts is often better than the results obtained when the model is later simulated over the same period using actual data for the exogenous variables.

It is even more difficult to deduce the ex ante properties of a model by comparing the results with the published forecasts of other groups using similar models. Not only will the forecast in each case reflect the judgement of the person determining the exogenous variables but very often the solution values of the endogenous values will be modified to accord with the forecaster's view of what is reasonable. Hence, even though a comparison of published forecasts will yield some information as to which forecasting group has been the most accurate in its predictions, it does not yield any hard information on the ex ante properties of a model as such.

The upshot is that, in order to obtain any valid information on the ex ante properties of two or more models, it would be necessary to set up a controlled experiment over a lengthy period of time in which the same

modèle en dehors de la période échantillonnale. À ce stade, il s'agit de voir si le modèle continue de nous donner une bonne représentation de la réalité en dehors de la période échantillonnale. En d'autres termes, peut-on présumer qu'il ne s'est pas produit de changements dans les propriétés des erreurs, par suite de changements structuraux survenus dans l'économie. (Pour que ce test soit valide, le constructeur du modèle doit incorporer au groupe des variables exogènes les effets de développements que le modèle n'a pas pour but d'expliquer, tels les grèves et les changements institutionnels.) Il existe un test formel permettant de vérifier la stabilité de l'ensemble du modèle; toutefois, étant donné la complexité de ce test et la somme de travail nécessaire pour le réaliser, la plupart des constructeurs de modèles font plutôt appel à des tests qui sont d'application plus facile mais offrent moins de garanties sur le plan formel. Il est possible par exemple de comparer les erreurs quadratiques moyennes obtenues dans le cadre d'une simulation à l'intérieur de la période échantillonnale avec celles qui sont obtenues en dehors de ladite période. Une augmentation appréciable des erreurs quadratiques moyennes en dehors de la période échantillonnale serait considérée comme une preuve qu'il s'est produit un changement structurel qui n'a pas été modelé. Dans ce cas, le problème se situerait au niveau de l'une ou de plusieurs des équations; l'opération de dépistage consisterait alors à faire un examen minutieux des résidus pour chacune de ces équations, ce qui peut se faire assez facilement par des tests de stabilité formels.

Il est beaucoup plus difficile de franchir l'étape suivante et de tester, dans des conditions de contrôle rigoureux, le pouvoir prédictif d'un modèle en termes *ex-ante*. La difficulté provient de l'élément de subjectivité introduit par le prévisionniste qui fait intervenir son jugement personnel pour estimer les variables exogènes et utilise ensuite le modèle pour convertir ces dernières en une prévision de variables endogènes. La présence de cet élément subjectif complique singulièrement la tâche de trouver une règle objective permettant d'évaluer les propriétés *ex-ante* du modèle. Il serait par exemple possible de comparer les prévisions d'un modèle avec des prévisions essentiellement subjectives, mais on peut soutenir qu'un tel procédé n'est valide que si la personne qui effectue les prévisions subjectives prévoit aussi l'évolution des variables exogènes utilisées dans le modèle. De plus, les choses se compliquent davantage du fait que, dans la pratique, le prévisionniste a tendance à se faire une idée du profil qu'adopteront les variables endogènes que le modèle prévoit, de même qu'il a une certaine intuition des distorsions qui affectent le modèle. Ainsi il aura souvent tendance à corriger ses prévisions relatives aux variables exogènes, en tenant compte des déficiences connues

person forecast the exogenous variables for all of the models simultaneously, in ignorance of the biases of the different models. Since the way in which any one individual went about forecasting the exogenous variables could unintentionally favour one model over another, ideally the forecaster would be periodically changed to ensure that the final results were not biased. Even if it were possible to set up an experiment in which the subjective element was the same for all of the models, its value would still be limited. In order to obtain sufficient data to draw any conclusions the experiment would have to run for such an extended period of time that the models in the meantime would most probably have become obsolete. Faced with problems of this magnitude in attempting to design objective tests of the ex ante properties of a model, model builders have concentrated on the experiments that can be carried out in the ex post mode and then, as an article of faith, extrapolated the results into the ex ante mode.

While these tests are not ideal they are reasonably adequate for assessing the average tracking behaviour of a model over a period. It is conceivable, however, that we may be more interested in errors in the vicinity of cyclical turning points than those at other stages of the business cycle. If so, we would want an analysis of the number of turning points that were not predicted, the number that were falsely predicted and the magnitude of the errors involved. One method of doing this in a manner in keeping with the analysis of the model's average tracking ability would be to start the simulation a number of periods before a known turning point and advance the start of the simulation one period at a time. This will not only yield information on the model's ability to capture turning points but information on how the dynamic error accumulation influences the result. It might be worth noting that this is still a rather controversial test since its relevance depends to a large extent on the causes of business cycles. If the cause lies in the structure of the economy, failure of the model to capture adequately turning points can then be regarded as evidence of shortcomings in the structure of the model. On the other hand, if business cycles result from random shocks to an otherwise stable economy, it can be argued that no matter how good a model is, it will inevitably fail to predict some unanticipated shocks and consequently miss some of the turning points.

The completion of the sequence of experiments discussed here provides the model builder with information that makes it possible to assess the viability of a model in a relative sense, that is, in comparison with other

du modèle. En fait, des études ont montré que pour cette raison-là un modèle fournit souvent un meilleur rendement dans des exercices de prévision *ex-ante* que dans des exercices de simulation effectués sur la même période à l'aide des vraies valeurs des variables exogènes.

Il est plus difficile encore de savoir si un modèle est apte à effectuer de bonnes prévisions *ex-ante* en comparant les résultats qu'il fournit avec les prévisions publiées par d'autres groupes de chercheurs utilisant des modèles du même type. Car non seulement les prévisions porteront, dans chaque cas, la marque de celui qui aura déterminé les variables exogènes, mais très souvent la valeur des variables endogènes aura été modifiée de façon à ce qu'elle se situe dans des limites jugées raisonnables par le prévisionniste. Par conséquent, même si la comparaison des prévisions publiées nous permet, le cas échéant, de juger du degré d'exactitude des prévisions avancées par les différents groupes de chercheurs, elle ne fournit toutefois aucune donnée tangible sur les qualités du modèle dans des exercices *ex-ante*.

Il ressort de tout cela que pour obtenir une bonne information sur l'aptitude de deux ou plusieurs modèles à effectuer des prévisions *ex-ante*, il serait nécessaire de mener, sur une longue période et avec des procédés de contrôle rigoureux, une expérience où un même chercheur aurait à prévoir simultanément les variables exogènes de tous les modèles en présence, sans tenir compte des distorsions inhérentes à chacun d'eux. Et puisque le chercheur prévoit les variables exogènes d'une façon telle qu'il pourrait, sans le vouloir, favoriser l'un des modèles, il serait souhaitable de remplacer celui-ci périodiquement de façon à ne pas fausser les résultats. Toutefois, même s'il était possible de mener une expérience dans laquelle l'élément de subjectivité serait le même pour tous les modèles, celle-ci n'aurait qu'une valeur limitée. La nécessité de recueillir suffisamment de données avant de tirer quelque conclusion que ce soit nous obligerait à faire porter l'expérience sur une période si longue que les modèles eux-mêmes, entre-temps, seraient probablement devenus caducs. Devant l'ampleur des problèmes qui ont trait à la mise au point des tests objectifs pour étudier les propriétés des modèles dans des exercices *ex-ante*, les constructeurs de modèles se contentent d'expériences de type *ex-post*, tout en se reconnaissant le droit d'extrapoler les résultats au contexte *ex-ante*.

Bien que n'étant pas parfaits, ces tests sont suffisamment élaborés pour nous permettre d'évaluer pour une période donnée l'aptitude d'un modèle à prévoir. Il est vraisemblable, toutefois, que les erreurs se rapportant à des périodes proches des points de retournement cyclique retiendront davantage notre attention que celles qui se rapportent à d'autres moments du cycle

models of similar structure. The information on the properties of the model has been gathered in such a way that the sources of errors for representative subsets of variables in the model can be compared with the results of similar experiments carried out on other models. This is important to the user of macroeconometric models since he has to decide which of the available models is best suited to his purposes. Clearly if he is primarily interested in a particular subset of variables, he will prefer the model that performs best in this area. For the model builder, an important by-product of this exercise is that detailed information on the sources of errors is vital for the success of subsequent rounds of model building.

économique. Nous aurions alors besoin d'une analyse du nombre de points de retournement imprévus ou prévus à tort ainsi que de l'ordre de grandeur des erreurs. Une façon de procéder qui serait conforme à l'analyse de l'aptitude à prévoir du modèle consisterait à faire commencer la simulation un certain nombre de périodes avant un point de retournement reconnu et à répéter l'exercice en avançant chaque fois le point de départ d'une période. Cette méthode nous renseigne non seulement sur la capacité du modèle à prévoir les seuils cycliques, mais encore sur la façon dont l'accumulation dynamique de l'erreur influe sur les résultats. Il serait peut-être bon de faire remarquer que ce test fait encore l'objet de certaines controverses, car l'utilisation qu'on peut en faire dépend dans une large mesure des causes des cycles économiques. Si celles-ci résident dans la structure même de l'économie, le fait que le modèle ne prévoit pas avec suffisamment de précision les points de retournement cyclique peut être considéré comme la preuve d'une faiblesse dans la structure du modèle. Par contre, si les cycles économiques sont provoqués par des chocs aléatoires qui viennent perturber une économie qui autrement aurait été stable, on peut prétendre qu'un modèle, aussi élaboré soit-il, ne saura jamais prévoir certains «chocs» et qu'il est voué par conséquent à ne pas prévoir certains points marquants de retournement cyclique.

Les expériences dont nous venons de parler fournissent aux constructeurs de modèles les renseignements leur permettant de procéder à une évaluation relative de la validité d'un modèle, c'est-à-dire par comparaison avec d'autres modèles du même type. Les données portant sur les propriétés du modèle ont été réunies de façon à ce que les sources d'erreurs des sous-groupes représentatifs de variables puissent être comparées aux résultats d'expériences semblables menées avec d'autres modèles. Il s'agit là d'une considération importante pour l'utilisateur de modèles macroéconomiques qui doit déterminer lequel des modèles existants convient le mieux à ses objectifs. Il est évident que l'utilisateur particulièrement intéressé à un sous-groupe donné de variables préférera le modèle qui explique le mieux ce secteur. Pour les constructeurs de modèles, cet exercice est d'autant plus avantageux qu'il est indispensable de bien connaître les sources d'erreurs pour faire des progrès appréciables dans la construction des modèles.

Charts

S2 Fiscal poli
S2 Chartered
S4 Interest ra
S6 Governm
S7 Financing
S8 National
S9 Selected e
S10 Labour m
S12 Prices
S13 Incomes
S14 External
S15 Canadian

Symbols used

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

To the Saint John Board of Trade Seminar
Saint John, N.B., 26 November 1975

My topic today is national monetary policy – a topic that I realize goes well beyond the problems of financing economic activity in Atlantic Canada, the theme of this seminar, although it obviously has some bearing on them. I have a considerable interest in these regional problems both in my capacity as a central banker and until recently as President of the Industrial Development Bank. The Industrial Development Bank has, I believe, played a useful and important role in the financing of business in Atlantic Canada, particularly small business, and I am confident that its successor, the Federal Business Development Bank, with which I am associated as a director, will continue the good work in this field. When I learned that your agenda for this morning included a discussion on the regional impact of monetary policy I was strengthened in the view that at a time when Canada is in serious economic trouble I should use the minutes you have allotted me to talk about monetary policy in national terms.

Finding a workable solution for the over-riding economic problem of our time, severe inflation combined with substantial unemployment, is as difficult an assignment as any that economic policy could be asked to undertake. Monetary policy alone cannot provide the solution, but it is equally true that monetary policy alone – if it is the wrong policy – can make any solution of the problem extremely difficult to achieve. It is thus important that monetary policy be right, and that is why I want to explain as clearly as I can what I believe to be involved in getting monetary policy right.

To begin with, I think it is clear to everyone by now that we simply cannot afford to allow the drift into deepening inflation in Canada to

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

Au Séminaire organisé par le Saint John Board of Trade
à Saint-Jean (N.-B.), le 26 novembre 1975

Je me propose de vous parler aujourd'hui de la politique monétaire nationale, un sujet qui, j'en conviens, déborde largement le thème du présent séminaire, «les problèmes de financement de l'activité économique dans les provinces Atlantiques», encore qu'il existe entre l'un et l'autre certains liens évidents. J'ai consacré beaucoup d'attention aux problèmes régionaux en tant que dirigeant de banque centrale et, jusqu'à tout récemment, à titre de Président de la Banque d'expansion industrielle. La Banque d'expansion industrielle, à mon avis, a apporté une contribution importante et fructueuse au financement des entreprises des provinces Atlantiques, les petites entreprises en particulier, et je suis convaincu que la Banque fédérale de développement qui a pris la relève, et à laquelle je suis intimement lié en qualité d'Administrateur, continuera de garantir à ce secteur une aide considérable. Le fait que votre ordre du jour comportait pour ce matin un débat sur l'incidence de la politique monétaire au niveau régional m'a renforcé dans mon intention de consacrer les quelques minutes qui me sont imparties à vous parler de la politique monétaire à l'échelon national.

Trouver une solution adéquate au problème économique crucial de notre époque, celui d'une inflation rapide conjuguée à un chômage élevé, est certainement l'une des tâches les plus difficiles qu'on puisse confier à la politique économique. La politique monétaire à elle seule est incapable de résoudre le problème; mais il est également vrai que si celle-ci est orientée dans une mauvaise direction, elle peut, à elle seule, compromettre presque toutes les chances de succès des meilleures solutions. Il est donc indispensable que la politique monétaire soit bien conçue, et c'est pourquoi je veux tenter de vous exposer aussi clairement que possible les éléments qui, à mon sens, entrent dans une politique monétaire bien conçue.

continue if we are to avoid major economic and social damage. There can be no realistic hope of achieving a sound recovery and sustained economic growth in this country if we fail to bring inflation under control.

Indeed, we can no longer count on being able to have much impact on unemployment in Canada – even in the short run – simply by taking strong measures to raise the level of demand. There is a very real risk that further stimulation of demand in present circumstances would serve mainly to increase inflationary pressures rather than to create additional jobs.

What are the consequences of this for monetary policy? The suggestion is still heard, of course, that since we are passing through a period of depressed economic activity the main objective of monetary policy should surely be to keep interest rates as low as possible, at least until the recovery is well advanced. According to this argument, if this means letting the money supply expand for a time at very rapid rates, so be it; there will be time enough later on to slow it down again.

This approach has been followed in Canada and in other countries on past occasions but inflation is much more serious now and the risks involved in departing from a policy of moderation in expanding the money supply are much greater. Moreover, experience has shown that this approach runs into serious difficulties. The lags in monetary policy are long, economic forecasting is far from an exact science, and it has proven to be almost impossibly difficult to turn around a very expansionary monetary policy and bring down the rate of monetary growth quickly enough to keep the whole process from contributing to another round of inflation. In other words, it is not realistic to aim at continuous fine-tuning of monetary policy; greater steadiness in the rate of monetary expansion is required. In our present circumstances, I believe the only practical choice for monetary policy is to aim at maintaining a moderate rate of monetary expansion sufficient to support rising levels of economic activity together with a gradual decline in the rate of inflation.

For some time now we in the Bank of Canada have felt and have said that a monetary policy of this character was an essential element in any practical programme of measures to combat inflation in Canada. I welcome the support for this view contained in the programme to fight inflation announced last month by the Government. I welcome also the recognition of the need for fiscal restraint, and the introduction of a

Tout d'abord, je pense qu'il est maintenant clair pour chacun d'entre nous que nous ne pouvons pas nous payer le luxe de laisser l'inflation s'accentuer davantage au Canada si nous voulons éviter de graves difficultés sociales et économiques. Nous ne saurions espérer de façon réaliste atteindre à une saine relance et à une croissance économique soutenue au Canada, si nous ne parvenons pas à maîtriser l'inflation.

En effet, il ne nous est plus permis de penser que nous pourrons abaisser de façon appréciable – même à court terme – le niveau de chômage au Canada en nous contentant de prendre des mesures énergiques de renforcement de la demande. Dans les circonstances actuelles, toute politique qui viserait à stimuler davantage la demande risquerait de contribuer surtout à accroître les pressions inflationnistes au lieu de créer de nouveaux emplois.

Quelle stratégie doit adopter la politique monétaire pour contourner ces écueils? Évidemment, il se trouve encore des gens qui prétendent que, puisque nous traversons une période où l'économie est mal en point, le principal objectif de la politique monétaire devrait sûrement être de maintenir les taux d'intérêt au plus bas niveau possible, du moins jusqu'à ce que l'économie ait pratiquement retrouvé son rythme de croisière. Selon les tenants de cette thèse, quand bien même un tel choix impliquerait qu'on doive laisser la croissance de la masse monétaire se poursuivre à un rythme accéléré pendant un certain temps, il n'y aurait pas là matière à s'alarmer! Il serait toujours possible de la ralentir de nouveau par la suite.

Une telle stratégie a été adoptée dans le passé, au Canada et dans un certain nombre d'autres pays, mais l'inflation est beaucoup plus grave aujourd'hui, et les risques qu'on ferait courir à l'économie en s'écartant d'une politique de modération pour accroître la masse monétaire sont bien plus grands. De plus, l'expérience a prouvé que cette approche comporte de graves problèmes. Les délais de réponse sont longs dans ce domaine, et la prévision économique est loin d'être une science précise; de plus, il s'est révélé presque impossible de changer brusquement de cap lorsqu'on a pratiqué une politique monétaire vigoureusement expansionniste et de ralentir la croissance monétaire assez rapidement pour empêcher que tout ce processus ne contribue à relancer l'inflation. Autrement dit, il n'est pas réaliste de prétendre à une révision continuelle de la politique monétaire; ce qui importe, c'est d'établir une plus grande régularité dans le rythme de l'expansion monétaire. Dans la conjoncture actuelle, je suis convaincu que la seule solution pratique consiste à essayer de maintenir une expansion monétaire modérée, suffisante pour favoriser une relance de l'activité économique ainsi qu'une diminution progressive du taux d'inflation.

prices and incomes policy to supplement monetary and fiscal policy. Fiscal and monetary restraint alone, if sufficiently severe or protracted, could eventually bring down the rate of inflation, but in the meantime the costs involved in terms of output foregone and job opportunities lost could well be very high. Inflation is now deeply entrenched in Canada, and the rates at which prices and costs have been rising recently must come down a very long way indeed. If price and income restraints, difficult as they may be, can help bring these rates down, Canadians collectively will be much better off in the years ahead. We should not forget that without direct restraints of this kind, price and income increases would have to be restrained by the only other means available for bringing them under control – that is, by running the economy sufficiently far below its capacity for as long as turned out to be needed. This approach is sometimes called "the old-fashioned medicine"; how many Canadians would prefer it?

So much for general comment. Let me turn now to some more specific comment on aspects of our current monetary policy.

Most of the criticism we receive at the Bank of Canada these days about our policy falls into one of two categories. The first considers that what we say about the need for reasonably steady monetary growth at moderate rates is excessively vague, and may indicate a lack of sufficient commitment on our part. Why do we not state a specific target for monetary growth and accept responsibility for achieving it? Others, even if they are pleased with our objective of controlling the growth of the money supply, are very unhappy about what we seem to be doing to interest rates.

What can be said about the first set of questions – those having to do with the Bank of Canada's lack of precision both in stating its targets for monetary growth and in following them in practice?

The first point I want to make is that the Bank of Canada has in fact given the public a fairly clear indication of the monetary growth target it is currently pursuing. On a number of occasions I have explained that in recent years the Bank of Canada has focused increasingly on the growth rate of M1 – the public's holdings of currency and demand deposits, the main forms of money used for making payments in Canada – as one of the more reliable of the available indicators for judging the general thrust of monetary policy. I have also reminded people that, on this definition, the money supply in Canada grew at an average rate of about 15 per cent per year over a two-year period ending in the

Depuis un certain temps déjà, nous, de la Banque du Canada, pensons et affirmons qu'une politique monétaire de cette nature doit constituer dans le contexte canadien un élément essentiel de tout programme de lutte contre l'inflation. Je suis heureux de constater que cette opinion se retrouve dans le programme anti-inflationniste annoncé le mois dernier par le gouvernement. Je constate avec non moins de satisfaction que ce programme reconnaît la nécessité de prévoir des restrictions fiscales et qu'il apporte une politique des prix et des revenus pour appuyer les politiques fiscale et monétaire. À la longue, les restrictions fiscales et monétaires pourraient à elles seules, pour peu qu'elles soient suffisamment énergiques, atténuer le rythme de l'inflation, mais dans l'intervalle les sacrifices consentis au niveau de la production et de l'emploi seraient très lourds. L'inflation est maintenant profondément enracinée au Canada, et il reste beaucoup à faire pour que diminuent les taux d'accroissement des prix et des coûts observés récemment. Si les restrictions en matière de prix et de revenus peuvent contribuer à faire baisser ces taux, malgré toutes les difficultés dont elles s'accompagnent, elles permettront à l'ensemble des Canadiens de jouir dans les prochaines années d'un niveau de vie de loin supérieur à celui qu'ils ont maintenant. Nous ne devrions pas oublier que si des restrictions directes de ce type n'avaient pas été adoptées, il ne nous serait resté qu'un seul recours pour maîtriser la hausse des prix et des revenus: laisser l'appareil de production tourner avec d'importantes marges de ressources inutilisées, aussi longtemps qu'il serait nécessaire. Cette formule, qualifiée parfois de «remède de bonne femme», combien de Canadiens l'accepteraient?

Voilà pour les considérations d'ordre général. Examinons maintenant quelques-uns des aspects spécifiques de notre politique monétaire.

La plupart des critiques portant sur la politique de la Banque du Canada peuvent être classées en deux catégories. Les premières prétendent que notre point de vue sur la nécessité d'une expansion monétaire modérée et raisonnablement stable est trop vague et traduit peut-être un manque d'engagement de notre part. Pourquoi ne pas fixer comme objectif un taux précis d'expansion monétaire et assumer la responsabilité de l'atteindre? Les critiques du second groupe sont formulées par des gens qui, tout en jugeant fort à propos les efforts que nous déployons pour limiter l'accroissement de la masse monétaire, se montrent très mécontents de l'attitude que la Banque semble adopter vis-à-vis des taux d'intérêt.

Que devons-nous penser des premières critiques, c'est-à-dire de celles qui ont trait au manque de précision avec laquelle la Banque du Canada formule ses objectifs en matière de croissance monétaire et tente de les réaliser?

second quarter of 1973. Over the subsequent two-year period ending in the second quarter of 1975, this rate was brought down to about 10 per cent a year. Given the fact that it is not reasonable to expect the rate of price and cost inflation in Canada to decline rapidly, I have offered the view that it would not seem appropriate for the time being to have an underlying rate of monetary growth below 10 per cent a year, but that on the other hand, an underlying rate of 15 per cent a year would be too high.

Looking beyond another year or so, I have said that the underlying rate of monetary expansion will gradually need to be brought down in line with the over-all objective of reducing the rate of inflation gradually over time. If the ultimate goal – the restoration of a completely stable price level, that is, a zero rate of inflation – is to be achieved, this will eventually require the maintenance of an average rate of growth of the money supply no higher than the long-term average rate of growth of production of goods and services in Canada – that is, a rate of about 5 per cent a year.

I want to emphasize that the reason that a rate of monetary expansion as low as 5 per cent a year should not be sought immediately is that a substantial underlying rate of inflation is now deeply entrenched in the economy. Because of this, a sharp reduction in the rate of growth of the money supply, and thus in the rate of growth of spending, would have much less impact on the trend of costs and prices in the short run that it would have in reducing economic activity and employment. The only feasible approach, therefore, is to slow down the rate of monetary expansion gradually over time.

That, some of our critics say, is all right as far as it goes, but it does not go far enough.

Why is the Bank of Canada reluctant to commit itself publicly to more precise objectives for monetary growth than those I have already stated?

It is not because we fail to recognize that public support for clearly-stated targets of this kind would be of great help to a central bank in doing its job. A target for monetary growth that attracted widespread public support would make it easier for a central bank to stick to its guns rather than be deflected by problems of various kinds that were not of its own making, such as unwelcome interest rate and exchange rate levels if, for example, governments were trying to borrow too much money, or a rapid increase in the price level if wage and salary settlements were pushing up costs. I am not at all unhappy to observe that

Pour commencer, je dirais que la Banque du Canada a au contraire donné au public des informations relativement claires sur les buts qu'elle poursuit en matière d'expansion monétaire. À diverses reprises, j'ai expliqué que la Banque du Canada considérait de plus en plus le taux de croissance du M1 – ensemble de la monnaie et des dépôts à vue du public, les deux principaux moyens de paiement au Canada – comme l'un des indicateurs les plus fiables pour juger de la vigueur de la politique monétaire. J'ai également rappelé aux gens que la masse monétaire ainsi définie s'était accrue à un taux annuel moyen d'environ 15% durant une période de deux ans prenant fin au second trimestre de 1973. Ce taux a été abaissé à environ 10% par année pour la période de deux ans qui s'est terminée avec le second trimestre de 1975. Vu qu'on ne saurait raisonnablement s'attendre à une diminution rapide de l'inflation des coûts et des prix au Canada, j'ai avancé l'idée qu'il ne paraissait pas encore approprié d'avoir un taux fondamental de croissance monétaire de moins de 10% l'an, mais que par contre un taux fondamental de 15% serait trop élevé.

En ce qui concerne les perspectives d'évolution au cours des quelques 12 prochains mois, j'ai évoqué la nécessité d'abaisser graduellement le taux fondamental d'expansion monétaire, conformément à l'objectif global de réduction progressive du taux d'inflation. Pour atteindre l'objectif final – le retour à une stabilité totale des prix, c'est-à-dire un taux d'inflation zéro –, il faudra finalement que le taux moyen d'expansion de la masse monétaire ne dépasse pas le taux moyen de croissance sur longue période de la production canadienne de biens et de services, soit environ 5% l'an.

La raison pour laquelle on ne doit pas chercher dès maintenant à réduire à 5% le taux d'expansion monétaire est qu'un taux fondamental très élevé d'inflation s'est enraciné dans notre économie. Ainsi, une réduction subite du rythme d'accroissement de la masse monétaire et, par ricochet, des dépenses, aiderait peu à atténuer à court terme la tendance à la hausse des coûts et des prix, alors qu'elle ferait baisser l'activité économique et l'emploi. La seule solution praticable consiste donc à réduire graduellement le rythme de l'expansion monétaire.

De l'avis de nos censeurs, le remède n'est pas désagréable au goût; hélas, il ne soulage malheureusement pas assez.

Pourquoi la Banque se montre-t-elle réticente à s'engager publiquement à poursuivre des objectifs de croissance monétaire plus précis que ceux que je viens de mentionner?

Ce n'est pas que nous ignorions que l'assentiment du public à des objectifs clairement définis puisse faciliter grandement la tâche d'une banque centrale.

public recognition of the need for sustained monetary discipline is now pushing central banks to go as far as they dare towards explicit monetary growth targets, and in a few countries targets have been published. In the case of the United States, the Federal Reserve System has published fairly wide target ranges but has qualified them by stating that there are many other indicators that must be looked at as well in conducting monetary policy.

In my opinion the main reason that central bankers show considerable reluctance to commit themselves to more specific targets is that, in the present state of knowledge about these matters, there are questions in our minds about how far we can properly rely on any one indicator to get a good reading of the thrust of our policy actions. Until we have had more experience with the problems encountered in trying to adhere to particular monetary growth targets, we will feel bound to regard such targets as tentative and subject to revision in the light of developments that may not have been anticipated.

This problem is compounded by the fact that it is difficult to convey to people that the central bank is primarily interested in the underlying trend of the money supply series over rather long periods of time, and that good judgments about the underlying trend of the numbers depends on familiarity with how they have behaved in past years and in diverse circumstances. The behaviour of any monetary aggregate – particularly that of currency and demand deposits – is subject to rather wide and unpredictable fluctuations over short periods; these cannot be prevented by the Bank of Canada through the use of its existing technical powers nor would it be sensible to prevent them if we could for they play a useful role in accommodating day-to-day changes in a dynamic environment. Two transient influences that are causing very large fluctuations in demand deposits this month are the current interruption of mail service and the money flows related to the sales of Canada Savings Bonds. The Bank of Canada tries to avoid over-reacting to temporary disturbances since if it reacted sharply to every spurt or pause in monetary growth – however brief – its actions would involve much larger and more frequent changes in interest rates than would serve any useful economic purpose. Instead, it feels it should be content with exercising a broad controlling influence over the underlying trend of monetary expansion – not from week to week or, depending on the circumstances, even from quarter to quarter – but certainly over periods long enough for the behaviour of the economy to be significantly affected by the trend of the

Il serait plus facile pour une banque centrale, dont les objectifs en matière d'expansion monétaire seraient largement approuvés par le public, de ne pas démordre et d'éviter de se laisser dépasser par toutes sortes de problèmes qu'elle n'a pas créés: évolution des taux d'intérêt et des taux de change vers des niveaux que personne n'apprécie, lorsque par exemple les gouvernements s'endettent démesurément; escalade des prix, lorsque les accords salariaux exercent une pression à la hausse sur les coûts. Je ne suis pas du tout fâché de constater que le public reconnaît la nécessité d'une discipline monétaire ferme et pousse les banques centrales à aller aussi loin qu'elles osent dans la détermination des objectifs, et on a même vu certains pays dévoiler leurs objectifs. Aux États-Unis, la *Federal Reserve* a publié un éventail assez large d'objectifs, mais elle a fait remarquer que dans la mise en œuvre de la politique monétaire, il fallait tenir compte également de beaucoup d'autres indicateurs.

À mon avis, la raison principale pour laquelle les responsables des banques centrales se montrent peu enclins à s'engager à poursuivre des objectifs monétaires plus précis réside dans le fait que l'état actuel des connaissances dans ce domaine les oblige à se poser de sérieuses questions sur le degré de confiance qu'il convient d'accorder à n'importe lequel des indicateurs disponibles quand il s'agit d'obtenir une appréciation adéquate de l'incidence des mesures adoptées. Tant que nous n'aurons pas acquis une plus vaste expérience des problèmes que pose la poursuite d'objectifs précis de croissance monétaire, nous nous croirons tenus de ne considérer ces objectifs que comme provisoires et toujours sujets à être révisés à la lumière de développements qui n'auraient pas été prévus.

Ce problème se trouve encore compliqué du fait qu'il n'est pas facile de faire comprendre au public que la banque centrale s'intéresse en premier lieu à l'évolution tendancielle de la masse monétaire sur des périodes relativement longues, et qu'on ne peut se faire une idée juste de la tendance fondamentale de cet agrégat que si on a une connaissance précise du comportement qu'il a eu dans le passé au cours de diverses circonstances. Le comportement de tout agrégat monétaire – et en particulier l'ensemble de la monnaie et des dépôts à vue du public – est sujet à de larges et imprévisibles fluctuations sur de brèves périodes. Il n'est ni possible, ni même souhaitable, que la Banque du Canada parvienne à prévenir ces fluctuations en recourant aux pouvoirs techniques dont elle dispose, car ces fluctuations jouent un rôle utile du fait qu'elles favorisent quotidiennement des ajustements au sein d'un milieu dynamique. Ce mois-ci, par exemple, l'interruption du service postal et les flux monétaires occasionnés par la vente des Obligations d'épargne du

money supply. Nevertheless, the short-run volatility of the money supply series seems inevitably to lead to public misunderstanding of the central bank's intentions, and to undesired market activity based on misinterpretations.

That is all I want to say today on the subject of money supply targets. Now I would like to say a word or two on the subject of interest rates.

Some people seem to have it firmly fixed in their minds that the reason we have such high interest rates in Canada today is because of what they refer to as the "tight money policy" being followed by the Bank of Canada. They believe that the Bank of Canada is deliberately pushing interest rates as high as it dares in the mistaken belief that this is anti-inflationary. They express surprise that central bankers are apparently not bright enough to see that high interest rates add to costs and thus contribute to inflation.

A reply to people who take this view should start with a question. What do you mean by "high" interest rates? "High" in relation to what?

People who are trying to save some money do not think interest rates are all that high. Anyone who receives 10 per cent interest on a hundred dollars he puts away for a year will end up with $110, but if a year from now a dollar will buy no more than 90 cents will buy today, his $110 will then be worth only $99 in terms of its purchasing power. In other words, even with interest at 10 per cent, the return on savings in real terms may not be positive at current rates of inflation.

For borrowers, of course, inflation works the other way round, because so long as it continues they can pay back the money they owe in dollars that are worth a lot less than those they originally borrowed. No one who has borrowed in recent years has got anything but a good deal in terms of the real cost of the money.

But even though interest rates today are low in real terms they are high in nominal terms. They are much higher in all countries than they were ten years ago. Why is this? It is not because central banks have kept the growth of the money supply under too tight a rein over the past ten years. The reason that today's interest rates are so much higher than they were ten years ago is the same reason that today's prices are so much higher than they were ten years ago – namely, that around the world the level of spending and the quantity of money have been allowed to rise much too rapidly. In short, it is creating too much money that eventually leads to higher interest rates – not creating too little. Or to put it the

Canada sont deux éléments de courte durée qui provoquent d'énormes fluctuations des dépôts à vue. La Banque du Canada évite de réagir trop systématiquement aux perturbations temporaires, car si elle réagissait de façon énergique à la moindre poussée ou au moindre arrêt momentané de la croissance de la monnaie, ses interventions provoqueraient nécessairement des variations des taux d'intérêt plus importantes et plus fréquentes que ne le dicterait la poursuite d'objectifs économiques valables. La Banque est convaincue au contraire qu'elle doit se contenter d'exercer une influence régulatrice générale sur la tendance fondamentale de l'expansion monétaire, non pas d'une semaine à l'autre, ni même, selon les circonstances, d'un trimestre à l'autre, mais certainement sur des périodes suffisamment longues pour que l'évolution tendancielle de la masse monétaire puisse influencer de façon significative le comportement de l'économie. Toutefois, l'évolution changeante de la masse monétaire dans le court terme semble inévitablement masquer aux yeux du public les intentions de la banque centrale, de même qu'elle provoque sur le marché une activité non souhaitée, fondée sur de fausses interprétations.

Voilà tout ce que j'ai à dire pour le moment au sujet des objectifs en matière d'expansion monétaire. J'aimerais maintenant dire quelques mots des taux d'intérêt.

D'aucuns se plaisent apparemment à croire que si les taux d'intérêt sont aussi élevés à l'heure actuelle au Canada, c'est parce que la Banque a adopté une politique monétaire qu'ils qualifient de restrictive. Ils pensent également que la banque centrale fait intentionnellement monter autant qu'elle le peut le loyer de l'argent, partant de l'impression erronée qu'une telle mesure est anti-inflationniste. Ces spécialistes découvrent avec surprise que les dirigeants des banques centrales ne sont apparemment pas assez intelligents pour comprendre qu'une augmentation du loyer de l'argent fait accroître les coûts et, par voie de conséquence, alimente l'inflation.

Pour répondre aux personnes qui professent de telles opinions, il convient de commencer par leur poser la question suivante: Qu'entendez-vous par des taux d'intérêt «élevés»? «Élevés» par rapport à quoi?

Les gens qui essaient d'épargner un peu d'argent ne trouvent pas les taux d'intérêt tellement élevés. Celui qui dans un an touchera 10 dollars d'intérêt sur une somme de 100 dollars qu'il a épargnée se trouvera, il est vrai, avec 110 dollars à son compte; mais si, dans un an, il pourra seulement acheter avec chacun de ses dollars l'équivalent de ce qu'il se procure avec 90 cents aujourd'hui, ses 110 dollars ne vaudront plus que 99 dollars d'aujourd'hui

other way round, only if we can manage to reduce the rate of monetary expansion over the next several years can we expect to end up with interest rates substantially lower than they are now.

Increasing the rate of monetary expansion may help to keep interest rates down in the short run – provided the effect on inflationary expectations is not too great – but it tends to raise them even higher over the longer run. As inflation becomes more severe, interest rates rise to new peak levels both because lenders demand compensation for inflation and borrowers, recognizing that inflation reduces the interest burden, are willing to pay these high rates.

The influence that the Bank of Canada exerts on money market interest rates in its day-to-day operations stems from the fact it is able to control the quantity of cash available to the banking system to support bank credit expansion. Thus if the money supply appears to be expanding too rapidly and the Bank of Canada takes action to slow it down, short-term interest rates must rise, at least temporarily. If the money supply appears to be expanding too slowly, the action taken by the Bank to speed it up will necessarily involve at least a temporary decline in these rates.

The main point that needs to be emphasized in this connection is that there is simply no way of avoiding temporary changes in the level of short-term interest rates if the growth of the money supply is to be stabilized. But these interest rate changes will not necessarily all be in an upward direction, nor will they necessarily last for very long. I can assure you that the Bank of Canada does not like rising interest rates any more than it likes rising prices. Indeed, the whole object of monetary control is to help ensure that interest rates as well as prices do not keep rising forever.

The action taken by the Bank of Canada towards the end of the summer to slow down the burst of rapid growth in the money supply involved, at least for the time being, a fairly large jump in short-term interest rates. In the United States and a number of overseas countries, on the other hand, short-term interest rates have recently declined. No one should regard this as surprising, because our situation is quite different from theirs. Our economy has been going through a much milder recession than elsewhere, and our costs and prices have been rising much faster than in many countries, and, in particular, much faster than in the United States.

en termes de pouvoir d'achat. Autrement dit, même avec un taux d'intérêt de 10%, il n'est pas certain que le rendement de l'épargne soit positif, au rythme actuel de l'inflation.

Pour les emprunteurs, en revanche, l'inflation produit un effet diamétralement opposé car, aussi longtemps qu'elle dure, ils peuvent payer leurs dettes avec des dollars qui valent beaucoup moins que ceux qu'ils ont initialement empruntés. Toute personne qui a obtenu un prêt ces dernières années, a nécessairement fait une bonne affaire, en terme du coût réel de l'argent.

Évidemment, même si les taux d'intérêt pratiqués à l'heure actuelle sont bas en termes réels, ils sont élevés en termes nominaux. De fait, ils sont beaucoup plus élevés dans tous les pays qu'il y a dix ans. Pourquoi? Non pas parce que les banques centrales ont trop fermement freiné la croissance monétaire au cours des dix dernières années. La raison pour laquelle l'argent est tellement plus cher aujourd'hui qu'il y a 10 ans est la même qui fait que les prix d'aujourd'hui sont tellement plus élevés qu'il y a 10 ans; c'est que, de par le monde, on a laissé le niveau de la dépense et la quantité de monnaie s'accroître à un rythme beaucoup trop rapide. Disons, pour nous résumer, que c'est créer trop d'argent qui fait monter les taux d'intérêt, et non pas d'en créer trop peu. Ou encore, pour analyser les choses sous un autre angle, ce n'est que si nous parvenons à réduire le rythme de la croissance monétaire au cours des prochaines années que nous pourrons espérer ramener les taux d'intérêt à des niveaux sensiblement plus bas que ceux que nous connaissons aujourd'hui.

L'accélération du rythme de l'expansion monétaire peut contribuer à empêcher une hausse des taux d'intérêt pendant un certain temps – à condition que son incidence sur les anticipations inflationnistes ne soit pas trop forte – mais à long terme elle tend à faire augmenter ces taux encore davantage. À mesure que l'inflation s'aggrave, les taux d'intérêt atteignent de nouveaux sommets, à la fois parce que les bailleurs de fonds exigent qu'il soit tenu compte de l'inflation et parce que les emprunteurs, conscients que l'inflation atténue le poids des intérêts, sont prêts à payer le prix.

L'influence que la Banque du Canada exerce sur les taux d'intérêt du marché par ses opérations journalières est liée au fait qu'elle est en mesure d'agir sur le volume des liquidités qu'elle met à la disposition du système bancaire pour soutenir l'expansion du crédit. De la sorte, si l'expansion de la masse monétaire semble trop rapide, les mesures que prendra la Banque du Canada pour la ralentir entraîneront inévitablement une augmentation au moins temporaire des taux d'intérêt à court terme. Par contre, si la croissance de la masse monétaire semble trop lente, les mesures qu'adoptera la Banque pour

Indeed, inflation in Canada has by now become largely the home-grown variety, and we in Canada must find a way of bringing it under control in Canada if it is to be controlled. Given the position from which we start and how far we have to go, it certainly will not be easy. Canadians are going to have to show a good deal of co-operative spirit, moderation and patience to achieve a steady lowering of our inflation rate and a reasonable rate of economic recovery at one and the same time. But I believe that we are at least headed in the right direction and that we must press on.

stimuler cette croissance provoqueront nécessairement une baisse, au moins temporaire, de ces taux.

Relevons, à ce propos, qu'il est matériellement impossible d'éviter des variations temporaires des taux d'intérêt à court terme lorsqu'on cherche à stabiliser la croissance de la masse monétaire. Cependant, les taux d'intérêt ne s'orienteront pas nécessairement tous à la hausse, de même que leurs variations ne seront pas obligatoirement de très longue durée. Laissez-moi vous assurer que la Banque du Canada ne voit pas d'un très bon œil les augmentations de taux d'intérêt, pas plus d'ailleurs qu'elle n'apprécie les hausses de prix. De fait, la seule justification du contrôle monétaire est qu'il contribue à empêcher les taux d'intérêt et les prix de grimper sans arrêt.

Les mesures prises par la Banque du Canada vers la fin de l'été pour ralentir la poussée rapide de la masse monétaire ont donné lieu, du moins jusqu'à maintenant, à une avance assez considérable des taux d'intérêt à court terme. Les États-Unis et un certain nombre de pays d'outre-mer ont, par contre, enregistré ces derniers temps une baisse du loyer de l'argent à court terme. Ce phénomène n'a rien de paradoxal, car la situation de ces pays est bien différente de la nôtre. En effet, la récession est beaucoup moins marquée ici qu'ailleurs, tandis que l'augmentation des prix et des coûts est beaucoup plus prononcée au Canada que dans un grand nombre d'autres pays et, en particulier, qu'aux États-Unis.

De fait, l'inflation est devenue au Canada un produit du terroir, et c'est au Canada même que nous devons trouver le moyen de la maîtriser, si nous voulons vraiment y parvenir. Étant donné notre point de départ et le chemin que nous avons à parcourir, nous pouvons affirmer que la tâche ne sera pas facile. Les Canadiens vont devoir faire preuve de beaucoup de modération, de patience et d'esprit de solidarité, s'ils veulent atteindre simultanément à une atténuation régulière de l'inflation et à une relance raisonnable de l'activité économique. En tout cas, je suis convaincu que nous sommes sur la bonne voie et qu'il est de notre devoir d'aller de l'avant.