Bank of Canada Review

Revue de la Banque du Canada

January 1985

5 Monetary aggregates: Some recent developments
17 Technical note: Revisions to the balance of payments and merchandise trade tables
29 Record of press releases

Charts and statistics
S1 INDEX TO CHARTS
S16 INDEX TO STATISTICAL TABLES
S20 Major financial and economic indicators
S26 Bank of Canada
S30 Chartered banks
S60 Other financial institutions
S78 Financial aggregates
S82 Financial markets
S95 Government of Canada securities markets
S113 General economic statistics
S129 Foreign exchange market and reserves
S133 Balance of payments and external trade
S150 Notes to the tables
S155 Articles and speeches: January 1984 to December 1984
S159 SUBJECT INDEX

Janvier 1985

5 Quelques aspects de l'évolution récente des agrégats monétaires
17 Note technique sur la modification des tableaux de la balance des paiements et de la balance commerciale
29 Communiqués reproduits à titre documentaire

Graphiques et tableaux statistiques
S1 LISTE DES GRAPHIQUES
S16 LISTE DES TABLEAUX STATISTIQUES
S20 Principaux indicateurs financiers et économiques
S26 Banque du Canada
S30 Banques à charte
S60 Autres institutions financières
S78 Agrégats financiers
S82 Marchés financiers
S95 Marchés des titres du gouvernement du Canada
S113 Statistiques économiques diverses
S129 Marché des changes et réserves de change
S133 Balance des paiements et commerce extérieur
S150 Notes relatives aux tableaux
S155 Articles et discours : De janvier 1984 à décembre 1984
S159 INDEX DES SUJETS

This Review is published monthly under the direction of an Editorial Board and responsibility for the editorial content rests with this Board.

Members of the Editorial Board:
Gordon Thiessen, Chairman
Gene Fleet, Editor
William Alexander
Jacques Bussières
Charles Freedman
Paul Jenkins
Tim Noël
Vaughn O'Regan
Donald Stephenson
William White

Cette Revue est publiée mensuellement sous la direction d'un Comité de rédaction, auquel incombe la responsabilité des pages de rédaction.

Membres du Comité de rédaction :
Gordon Thiessen, Président
Gene Fleet, directrice de la rédaction
William Alexander
Jacques Bussières
Charles Freedman
Paul Jenkins
Tim Noël
Vaughn O'Regan
Donald Stephenson
William White

Cover:
Roman Imperial: Brass sestertius

In ancient Rome members of the emperors' families were often honoured by issues of coins bearing their portraits. This month's cover features a brass sestertius of the Empress Sabina, wife of Hadrian, Emperor of Rome from A.D. 117 to 138.

The grandniece of the Emperor Trajan, Sabina married Hadrian in A.D. 100 and although burdened with an unhappy marriage, Sabina and Hadrian became avid patrons of the arts. Hadrian founded the Athenaeum, an academy for scholars in Rome and built such architectural wonders as Hadrian's Wall in northern England and Hadrian's Villa at Tivoli in Italy. This interest in cultural pursuits was not restricted to the major visual and liberal arts. The coinage issued during this period also reflected the Imperial couple's artistic inclinations.

The coin shown on the cover is a prime example of the artistic excellence achieved in coinage portraiture during the second century. Under Hadrian, the harsh realism of earlier eras gave way to a softer, finer rendition of form based on Greek models. The delicate strands of hair and fine facial contours of Sabina's portrait reflect this development. Subsequent emperors adopted this new style and applied it to their coinage but, except for brief periods, Roman coins never really recaptured the grace of the Hadrianic issues.

The coin illustrated on the cover is somewhat larger than a Canadian nickel and is part of the National Currency Collection, Bank of Canada. Photography by James Zagon, Ottawa.

Couverture :
Rome impériale : Sesterce de laiton

La Rome antique honorait souvent les membres des familles impériales par des pièces de monnaie frappées de leur effigie. La pièce reproduite en page couverture est un sesterce à l'effigie de l'Impératrice Sabine, épouse d'Hadrien, qui fut empereur de Rome de 117 à 138 après J.-C. Petite-nièce de l'Empereur Trajan, Sabine épousa Hadrien en l'an 100 et, en dépit d'une union sans bonheur, les conjoints devinrent des mécènes passionnés. Hadrien fonda une académie pour les universitaires romains, l'Athénée, et fit réaliser des merveilles d'architecture telles que le Mur d'Hadrien dans le nord de l'Angleterre et la Villa Hadriana à Tivoli, en Italie. Le mécénat de la famille impériale ne se manifesta pas exclusivement dans les domaines des grands arts visuels. Les pièces de monnaie émises durant le règne d'Hadrien reflètent également les goûts artistiques du couple impérial.

Le sesterce reproduit en couverture illustre parfaitement le degré de perfection atteint par les portraitistes graveurs au IIe siècle. Sous le règne d'Hadrien, le réalisme brutal des années précédentes fit place à un art plus raffiné, inspiré des œuvres grecques. La délicatesse avec laquelle l'artiste a immortalisé la chevelure et les traits du visage de Sabine témoigne de cette nouvelle tendance. Après Hadrien, les empereurs romains conservèrent ce style pour leurs monnaies; toutefois, à l'exception de quelques brèves périodes, les pièces gravées à l'effigie des souverains ne purent jamais réellement rivaliser de finesse avec celles qui avaient été émises sous Hadrien.

Cette pièce est légèrement plus grande qu'une pièce canadienne de cinq cents et fait partie de la Collection nationale de monnaies, Banque du Canada. Photographie : James Zagon, Ottawa.

Subscriptions

Canada and the United States: $10.00 per annum; $25.00 for three years. All other countries: $12.00 per annum; $30.00 for three years.

Public Libraries, Libraries of the Government of Canada and of Canadian provincial and municipal governments (including Crown corporations and agencies), Libraries of Canadian and foreign educational institutions: one half of the regular rate.

Subscription rates include the cost of postage.

Reprints of articles are available at a price of $1.00 for 10 copies of any one article. Individual copies of the Review may be obtained at all Bank of Canada Agencies at a price of $1.00 per copy. Remittances should be made payable to the Bank of Canada, collectable in Canadian currency.

Correspondence should be addressed to Bank of Canada Review
Public Information Division
Secretary's Department
Bank of Canada
Ottawa, Canada
K1A 0G9

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

CN ISSN 0045-1460

Abonnements

Canada et États-Unis :1 an, 10 $; 3 ans, 25 $. Tous autres pays : 1 an, 12 $; 3 ans, 30 $.

Bibliothèques publiques, bibliothèques du gouvernement canadien, des gouvernements provinciaux et municipaux du Canada (y compris celles des sociétés et agences de la Couronne), bibliothèques des établissements d'enseignement au Canada ou à l'étranger : demi-tarif pour les exemplaires expédiés sous un seul pli.

L'abonnement comprend les frais de port.

On pourra se procurer des tirés à part d'articles parus dans la Revue, au prix de 1 $ le paquet de 10 exemplaires d'un même article.

On pourra également se procurer des exemplaires de la Revue à toutes les agences de la Banque du Canada, au prix de 1 $ chacun.

Paiement à l'ordre de la Banque du Canada.

Adresser toute correspondance à : La Revue de la Banque du Canada
Section de l'information
Secrétariat
Banque du Canada
Ottawa, Canada
K1A 0G9

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

CN ISSN 0045-1460

Monetary aggregates: Some recent developments

Quelques aspects de l'évolution récente des agrégats monétaires

This article describes the recent behaviour of monetary aggregates in Canada, focusing on developments in the past year. An earlier analysis, which appeared in the December 1983 issue of the Review, traced the evolution of the various monetary aggregates over the previous three years. In this earlier article special attention was given to the financial innovations and technological developments that had affected the growth of the aggregates. Recent data suggest that the diverse movements of the aggregates documented earlier are still in evidence, particularly the very slow rate of growth of M1, and the strong upward movement of M1A. The broader aggregates, M2 and M3, which had been growing very much more slowly than total spending in the economy (GNE), have tended in the last year to return to growth rates closer to that of GNE (Chart 1).

The narrower aggregates

In the last twelve months the divergence between the growth of M1 and M1A has become even more pronounced, with M1 roughly unchanged while M1A has grown by more than 18 per cent.* † Though both aggregates are designed to measure transactions balances of Canadian households and businesses, the differences in their composition have caused them to respond very differently to recent institutional changes and financial innovations.

In the past, movements of M1 could largely be explained by changes in total spending in the economy (as measured by Gross National Expenditure at current prices) and short-term interest rates. Increases in both prices and the real volume of spending typically led to a rise in the quantity of M1 balances that households and businesses chose to hold for transactions purposes. Increases in interest rates, on the other hand,

* M1 is comprised of currency held by the public plus net demand deposits at chartered banks. M1A is more inclusive and is defined as M1 plus daily interest chequable savings deposits and non-personal notice deposits at banks.

† These figures are based on year-over-year growth rates calculated from the fourth quarter of 1983 to the fourth quarter of 1984.

Le présent article contient un exposé du comportement récent des agrégats monétaires au Canada et traite surtout de l'évolution enregistrée au cours de l'année dernière. Il fait suite à l'article publié dans la livraison de décembre 1983, qui traitait de l'évolution des agrégats monétaires de 1980 à 1983. Cet article portait principalement sur les innovations financières et les progrès techniques qui avaient influencé la croissance des agrégats. Les dernières statistiques donnent à penser que les tendances divergentes observées dans le passé se maintiennent toujours, tout spécialement la croissance très lente de M1 et la forte progression de M1A. Les taux de croissance des agrégats au sens large, M2 et M3, qui étaient beaucoup plus faibles que ceux de la dépense globale (DNB), ont eu tendance l'année dernière à revenir à des niveaux plus proches de ceux de la DNB (voir Graphique 1).

Les agrégats au sens étroit

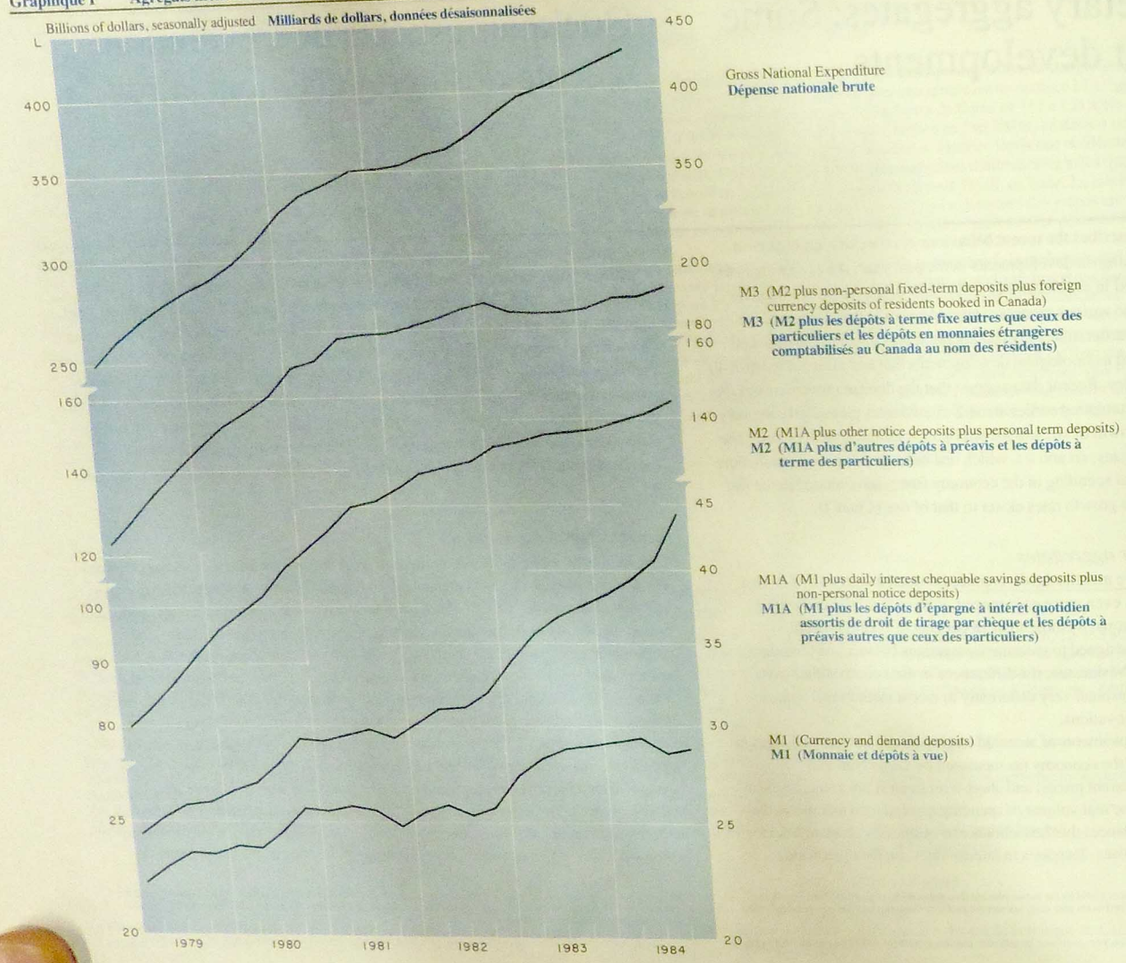
L'écart observé entre les taux de croissance de M1 et M1A s'est encore creusé au cours des douze derniers mois, M1 se maintenant plus ou moins à un niveau stable tandis que M1A augmentait de plus de 18 %*,†. Bien que ces agrégats soient tous deux conçus pour mesurer les encaisses de transaction des entreprises et des ménages canadiens, leur composition a fait qu'ils ont réagi de façon très différente aux changements d'ordre institutionnel et aux innovations financières que le pays a connus ces derniers temps.

Dans le passé, les variations de M1 pouvaient s'expliquer dans une large mesure par des variations de la dépense globale (dépense nationale brute à prix courants) et des taux d'intérêt à court terme. En règle générale, les hausses de prix et l'augmentation de la dépense en termes réels provoquaient un accroissement des composantes de M1 que les ménages et les entreprises utilisent pour effectuer leurs transactions. D'autre part, les relèvements des taux d'intérêt avaient pour effet d'attirer dans des comptes rémunérés des fonds qui étaient gardés sous forme d'espèces ou de dépôts à vue, ce qui ralentissait la croissance de M1. Ces dernières années, cependant, le ratio de M1 à la DNB a subi une

* M1 comprend la monnaie hors banques et le montant net des dépôts à vue dans les banques à charte. M1A comprend, outre les composantes de M1, les dépôts d'épargne à intérêt quotidien assortis de droit de tirage par chèque et les dépôts à préavis autres que ceux des particuliers dans les banques.

† Ces taux de croissance sont calculés à partir de la moyenne du dernier trimestre de 1983 et de celle du dernier trimestre de 1984.

Chart I Monetary aggregates and GNE
Graphique I Agrégats monétaires et DNB



attracted funds out of currency and demand deposits, and into other, interest-bearing, instruments, thus slowing the growth of M1. In recent years, however, the ratio of M1 to GNE has fallen much further than can be accounted for by the movements in interest rates (Chart II).* Indeed, the discrepancy between the actual level of M1 and what would have been anticipated on the basis of past relationships with spending and interest rates has widened almost continuously over the last three years. This downward tendency in M1 reflects the sluggish growth of both of its deposit components: the personal chequing accounts of households and the current accounts of businesses.

In the case of households, the shift out of personal chequing accounts has been caused primarily by the introduction and rapid acceptance of daily interest chequable savings accounts (Chart III). These new accounts combine the chequing features of personal chequing accounts with the interest-paying characteristics of regular savings deposits. While some form of daily interest chequable savings account has been offered by all major banks since 1982, recent changes have made them increasingly attractive to households. The principal development in the past year has been the tiering of these accounts in most deposit-taking institutions. Thus, a low rate of interest is paid on balances below a minimum level ($1,000 or $2,000), a rate equal to that on daily interest non-chequable saving accounts is paid on balances between this minimum level and a higher level (generally $3,000 or $5,000), and a higher rate is paid on balances above this upper level. The latter rate has typically been equal to that paid on personal fixed-term deposits with short terms to maturity and is about two percentage points above the rate paid on the intermediate tier. These features have worked in the direction of converting the daily interest chequable savings account into an "all-in-one account", encouraging households to consolidate all of their transactions and savings balances into one account. The introduction and growing popularity of these accounts has resulted in a persistent shift out of personal chequing accounts.

The same general pattern has held for current accounts of businesses, although the outflow has been less dramatic (Chart III). The relatively high rates of interest available on alternative instruments, such as

* The relatively steep downward trend in the ratio of M1 to GNE that one observes over the 1970-79 period reflects the combined influence of three factors: (a) a tendency for desired transactions balances to increase less than proportionately in response to changes in real income, (b) a general upward movement in interest rates, and (c) a shift out of current account balances caused by financial innovations during the period 1976-77. Notice that the M1/GNE ratio typically rose when interest rates fell and dropped when interest rates increased.

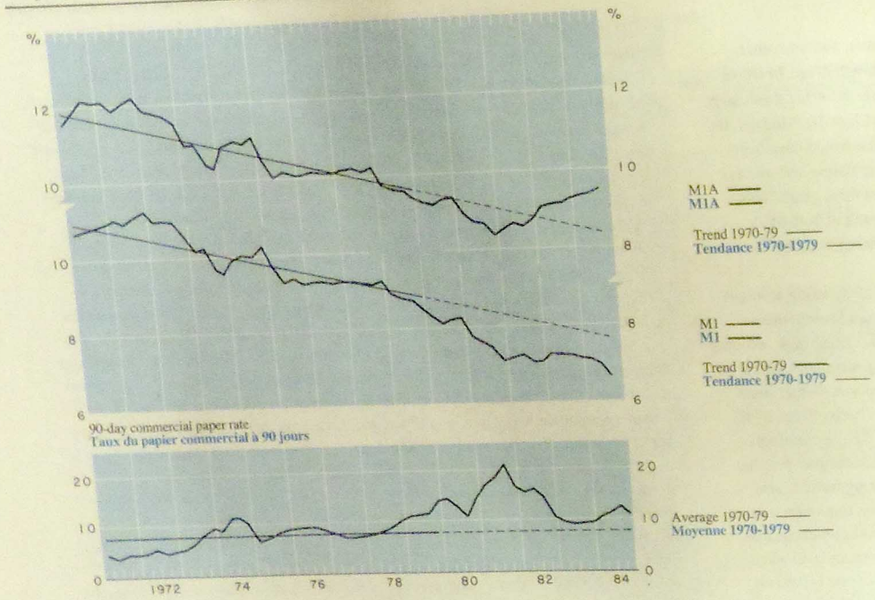
baisse beaucoup plus forte que celle qu'on peut expliquer par l'évolution des taux d'intérêt (voir Graphique II)*. De fait, l'écart entre le niveau effectif de M1 et le niveau prévu à la lumière de la relation observée dans le passé entre M1 d'une part et d'autre part la dépense globale et les taux d'intérêt s'est accru presque constamment au cours des trois dernières années. Cette tendance à la baisse de M1 traduit la lenteur de la croissance des deux types de dépôts qui entrent dans la composition de cet agrégat, à savoir les comptes de chèques personnels des ménages et les comptes courants des entreprises.

Pour ce qui est des ménages, les tirages faits sur les comptes de chèques personnels pour alimenter des comptes d'épargne s'expliquent principalement par la création des comptes à intérêt quotidien assortis de droit de tirage par chèque, qui ont connu dès le début un vif succès (voir Graphique III). Ces nouveaux types de comptes combinent les caractéristiques respectives des comptes de chèques et des comptes d'épargne ordinaires, soit le droit d'émettre des chèques et la rémunération du dépôt. Certes, toutes les grandes banques offraient depuis 1982 certaines formes de comptes d'épargne à intérêt quotidien assortis de droit de tirage par chèque, mais les dernières améliorations apportées à ces comptes les ont rendus de plus en plus attrayants. Le principal changement apporté à ces comptes l'année dernière a été la création d'une véritable structure de taux d'intérêt par la majorité des institutions de dépôt, avec un faible taux pour les soldes inférieurs à un niveau minimum (1 000 ou 2 000 dollars), un taux égal à celui des comptes d'épargne à intérêt quotidien sans droit de tirage par chèque pour les soldes compris entre ce minimum et un niveau plus élevé (généralement 3 000 ou 5 000 dollars), et un taux plus élevé pour les comptes dont le solde dépasse la limite intermédiaire de 3 000 ou 5 000 dollars. En général, ce dernier taux est égal à celui des dépôts à court terme et à échéance fixe des particuliers et il est supérieur d'environ 2 points de pourcentage au taux applicable aux dépôts de la catégorie intermédiaire. Ces nouvelles caractéristiques ont eu pour effet de convertir le compte d'épargne à intérêt quotidien assorti de droit de tirage par chèque en un compte «universel» et d'inciter les particuliers à y réunir toutes leurs encaisses de transaction et toutes leurs économies. La création et la popularité croissante de ces comptes ont entraîné des sorties constantes de fonds des comptes de chèques personnels.

En ce qui concerne les comptes courants des entreprises, il s'est produit un phénomène assez semblable à celui qui vient d'être décrit, mais l'ampleur des sorties de fonds a été moins spectaculaire (voir Graphique III). Les taux d'intérêt relativement élevés dont étaient assortis les instruments financiers comparables, notamment les dépôts à préavis, ont encouragé les entreprises à dégarnir leurs comptes courants. Parallèlement, les

* La tendance à la baisse relativement marquée du ratio M1/DNB qu'on observe sur la période 1970-1979 reflète l'influence combinée de trois facteurs : a) une tendance des encaisses de transaction désirées à augmenter moins que proportionnellement suite à des variations du revenu réel, b) un mouvement général à la hausse des taux d'intérêt, et c) des transferts de fonds effectués à partir des comptes courants par suite des innovations financières des années 1976 et 1977. Il convient de noter que le ratio M1/DNB a augmenté en règle générale lorsque les taux d'intérêt baissaient et qu'il a diminué lorsque les taux d'intérêt augmentaient.

Chart II
Graphique II Ratio of narrow aggregates to GNE
Ratio des agrégats au sens étroit à la DNB



non-personal notice deposits, have encouraged a shift out of current accounts. At the same time financial innovation led to an outright economization of transactions balances. More specifically, some innovations such as ''concentrator'' accounts and ''on-line'' cash management systems have allowed businesses to conduct their operations with much smaller working balances. Instead of promoting substitutions between instruments, these developments have produced permanent reductions in the cash demands of business.* The behaviour of current accounts suggests that the shift out of these accounts has continued at a steady pace over the past year as more businesses have taken advantage of the available opportunities to reduce the cost of holding working balances.

* A more detailed description of these innovations is contained in ''Monetary aggregates: Some recent developments'', Bank of Canada Review, December 1983.

innovations financières leur ont permis de réduire directement les encaisses de transaction. Ainsi, certaines innovations, comme les comptes «centralisateurs» et les systèmes informatisés de gestion des encaisses, ont permis aux entreprises de poursuivre leurs opérations avec des disponibilités de trésorerie considérablement réduites. Cette évolution n'a pas entraîné de simples déplacements de fonds entre les comptes mais des réductions permanentes de la demande d'encaisses des entreprises*. Le comportement des comptes courants laisse croire que les ponctions faites sur ces comptes ont continué à un rythme régulier au cours de l'année dernière car un nombre croissant d'entreprises se sont prévalues des possibilités qu'elles avaient de réduire les coûts liés au maintien des encaisses de transaction.

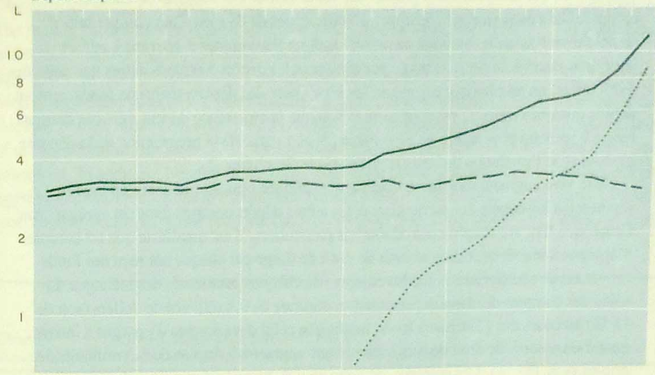
L'agrégat M1A a d'abord été conçu comme une mesure plus large des encaisses de

* On trouvera une description plus détaillée de ces innovations dans l'article publié dans le numéro de décembre 1983 de la Revue sous le titre «Quelques aspects de l'évolution récente des agrégats monétaires.»

Chart III
Graphique III Personal and non-personal deposit components of M1 and M1A
Dépôts des particuliers et dépôts autres que ceux des particuliers compris dans M1 et M1A

Billions of dollars **Milliards de dollars**

Personal deposits
Dépôts des particuliers

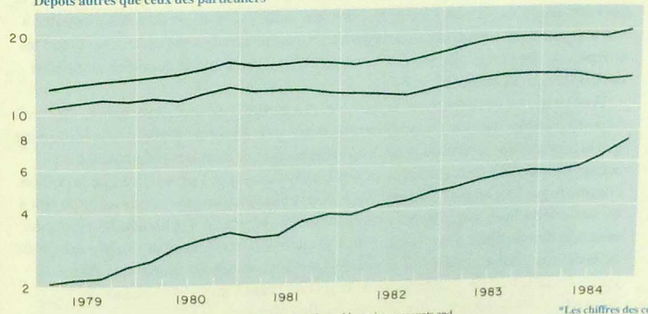


Total personal M1A
Ensemble des dépôts des particuliers compris dans M1A

Daily interest chequable savings accounts (net)
Dépôts d'épargne à intérêt quotidien assortis de droit de tirage par chèque (montant net)

Personal chequing accounts (net)
Comptes de chèques personnels (montant net)

Non-personal deposits
Dépôts autres que ceux des particuliers



Total non-personal M1A
Ensemble des dépôts autres que ceux des particuliers compris dans M1A

Current accounts (net)
Comptes courants (montant net)

Non-personal notice deposits
Dépôts à préavis autres que ceux des particuliers

*The measures of personal chequing accounts, daily interest chequable savings accounts and current accounts used in this article are net of cheques in the process of collection. Since these items in transit cannot be identified as belonging to personal chequing accounts, daily interest chequable savings accounts or current accounts, the rule used was to allocate the items in transit proportionately to the value of the three kinds of accounts.

*Les chiffres des comptes de chèques personnels, des comptes d'épargne à intérêt quotidien avec droit de tirage par chèque et des comptes courants cités dans cet article sont nets, c'est-à-dire qu'on en a déduit le montant des chèques en cours de compensation. Comme il est impossible de distinguer dans la masse des effets en compensation les chèques tirés sur les comptes de chèques personnels, ceux qui sont tirés sur les comptes d'épargne à intérêt quotidien assortis de droit de tirage par chèque et ceux qui sont tirés sur les comptes courants, le montant de ces effets a été réparti proportionnellement aux montants détenus dans ces trois types de comptes.

The aggregate M1A was originally constructed as a more comprehensive measure of transactions balances that encompassed most of the chequing balances that were being shifted out of M1 into other forms of deposits. However, the addition of daily interest chequable savings accounts and non-personal notice deposits appears on balance to have over-compensated for these shifts especially over the last few months. As a result M1A has recently grown much faster than one would have anticipated on the basis of the growth of total spending and movements in interest rates (Chart II).

This rapid increase in M1A can more easily be explained if one breaks down the aggregate into its personal and non-personal deposit components (Chart III). On the personal side it is evident that daily interest chequable savings accounts have attracted funds from sources other than the personal chequing accounts of households. Balances in personal chequing accounts have fallen by $0.4 billion (11 per cent) in the last twelve months, while balances in daily interest chequable savings accounts have grown by more than $6.3 billion (187 per cent). Clearly, there has been a significant inflow of funds into daily interest chequable savings accounts from other types of personal savings deposits, including perhaps personal fixed-term deposits. This inflow has in turn led to a large increase in the personal component of M1A (personal chequing accounts plus daily interest chequable savings accounts).

On the non-personal side some current account balances have shifted to non-personal notice deposits so that the total non-personal segment of M1A has grown somewhat more rapidly than its current account component in the last two years. Nevertheless the rate of growth of this segment has been significantly lower than what might have been anticipated on the basis of historical relationships with spending and interest rates. This slower growth largely reflects reductions in corporate transactions balances because of the cash economization activities described earlier.

Until about 1983, the strong growth in the personal segment of M1A approximately offset the relatively slow growth of non-personal deposits in M1A, making it appear that the aggregate had a stable systematic relationship with total spending and interest rates. More recently, however, the shift out of traditional savings deposits into daily interest chequable savings accounts has begun to dominate the movements of M1A, causing the aggregate to grow at a much faster rate than typically would have resulted from the movements of spending and interest rates.

transaction, qui récupérerait la plupart des fonds retirés des comptes de chèques comptabilisés dans M1 pour constituer d'autres types de dépôts. Tout compte fait, il semble toutefois qu'en ajoutant au nouvel agrégat les comptes d'épargne à intérêt quotidien assortis de droit de tirage par chèque et les dépôts à préavis autres que ceux des particuliers, on ait plus que compensé les incidences des déplacements de fonds, surtout depuis quelques mois. C'est pour cette raison que la croissance de M1A a été ces derniers temps beaucoup plus rapide qu'on l'aurait prévu à partir de la progression de la dépense globale et de l'évolution des taux d'intérêt (voir Graphique II).

Cette vive augmentation de M1A peut être expliquée plus aisément si l'on analyse séparément les dépôts des particuliers et les autres dépôts compris dans cet agrégat (voir Graphique III). Au chapitre des dépôts des particuliers, il est manifeste que les comptes d'épargne à intérêt quotidien assortis de droit de tirage par chèque ont reçu des fonds provenant de sources autres que les comptes de chèques personnels des ménages. Le solde des comptes de chèques personnels a diminué de 0,4 milliard de dollars (soit de 11 %) au cours des 12 derniers mois, tandis que celui des comptes d'épargne à intérêt quotidien assortis de droit de tirage par chèque augmentait de plus de 6,3 milliards de dollars (soit 187 %). Ces comptes ont donc reçu de toute évidence un volume considérable de fonds qui provenaient d'autres types de dépôts d'épargne personnelle, et peut-être même des dépôts à terme fixe des particuliers. Cet afflux de fonds a entraîné à son tour une forte augmentation des dépôts des particuliers faisant partie de M1A (soit les comptes de chèques personnels et les comptes d'épargne à intérêt quotidien assortis de droit de tirage par chèque).

Pour ce qui est des dépôts autres que ceux des particuliers, un certain volume de fonds déposés dans des comptes courants ont été placés sous forme de dépôts à préavis de sorte que la portion de M1A constituée par les dépôts autres que ceux des particuliers s'est accrue au cours des deux dernières années à un rythme un peu plus rapide que la portion constituée par les comptes courants. Le taux de croissance de cette composante de M1A a été néanmoins beaucoup plus bas que l'on aurait pu le prévoir à la lumière de la relation observée dans le passé entre, d'une part, l'évolution de cet élément et, d'autre part, celle de la dépense globale et des taux d'intérêt. Le ralentissement de la croissance de cette composante résulte en grande partie de la gestion plus efficace des encaisses de transaction des entreprises, dont il a été question plus haut.

Jusqu'en 1983 environ, la forte croissance de la portion de M1A constituée par les dépôts des particuliers a plus ou moins compensé la croissance relativement lente de l'ensemble des autres dépôts, ce qui laissait l'impression qu'il existait une relation systématique stable entre l'évolution de cet agrégat et celle de la dépense globale et des taux d'intérêt. Ces derniers temps, toutefois, les transferts de fonds des comptes d'épargne traditionnels aux comptes d'épargne à intérêt quotidien assortis de droit de tirage par chèque ont commencé à dominer les variations de M1A, portant l'agrégat à

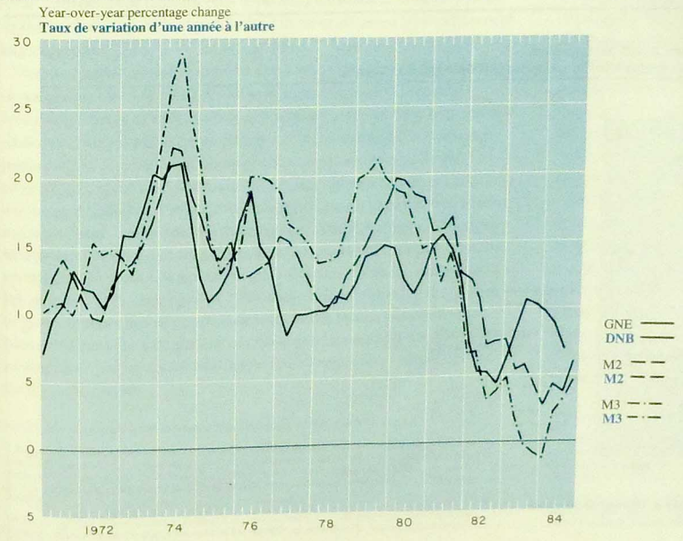
The broader aggregates

The broader monetary aggregates, M2 and M3, have traditionally displayed much less sensitivity to movements in interest rates than have the narrow aggregates, as most of their component deposits are interest-bearing. Moreover, M2 and M3 have been less affected by financial innovations. Because of their broad coverage, they have effectively internalized many of the substitutions that have taken place among the various deposit categories. In addition, because of the much larger size of the broader aggregates, those reductions in transactions balances that resulted from cash economization have had proportionally less impact than in the case

Les agrégats au sens large

De tout temps, les agrégats monétaires au sens large, M2 et M3, ont été beaucoup moins sensibles aux variations des taux d'intérêt que les agrégats au sens étroit, car la plupart des dépôts qui en font partie sont productifs d'intérêts. De plus, M2 et M3 ont été moins influencés par les innovations financières. Étant donné que M2 et M3 couvrent un plus large éventail de comptes de dépôts, un grand nombre des transferts de fonds effectués entre ces comptes sont réduits à de simples déplacements au sein d'un même agrégat. De

Chart IV Growth rates of GNE and M2 and M3
Graphique IV Taux de croissance de la DNB, de M2 et de M3



of M1 and M1A. Therefore, M2 and M3 maintained a reasonably close relationship to GNE over most of the 1971-82 period (Chart IV). Since the fourth quarter of 1982, however, the broad correlation between these aggregates and GNE has weakened considerably.

M2

The aggregate M2 is defined as M1A plus other notice deposits and personal fixed-term deposits at banks. Although M2 followed the movements of total spending reasonably closely over most of the period since 1971, this positive relationship has all but disappeared since the end of 1982. Whereas the growth rate of total spending rebounded strongly in 1983 before moderating somewhat this year, the growth rate of M2 declined throughout most of the period and has only recently begun to recover.

This sudden break in the relationship between M2 and GNE can be explained in part by a shift in market shares, with deposits at banks growing somewhat more slowly than the higher-yielding deposits at competing institutions.* When personal deposits at trust companies, mortgage loan companies, credit unions and caisses populaires are added to M2, the resulting aggregate, M2+, does bear a slightly closer relationship to GNE, especially over the 1983-84 period. Nonetheless the growth rate of M2+ has remained well below that of GNE over this period (Chart V). The correspondence is somewhat better in the last two years if Canada Savings Bonds are also included to form a still broader aggregate (M2+ augmented by CSBs in Chart V), although for the earlier periods their addition tends to weaken the relationship that existed between M2+ and GNE. While some M2+ balances have no doubt been shifted into Canada Savings Bonds, others have probably been moved into marketable government and private securities, attracted by the unusually wide interest rate spreads between money market instruments and personal deposits (Chart VI). This movement by households into marketable instruments has been facilitated by the arrangements recently made by some distributors of treasury bills to permit purchases of relatively small amounts of treasury bills at yields close to those obtained by purchasers of large amounts.†

Another important factor contributing to the slow growth of personal deposits over much of the 1983-84 period has been the restrained borrowing behaviour of households. It appears that relatively high interest rates and concerns about employment and income resulted in a smaller proportion of durable goods being purchased on credit and a larger proportion paid for from accumulated savings. Moreover, these concerns encouraged households to use available liquid assets to pay down existing consumer loans and residential mortgages.†† The net effect on financial institutions has been a sharp reduction in the growth of their personal and mortgage loan portfolios and of personal deposits. With the decline in interest rates in the latter part of 1984, there was a rebound in the growth of personal loans and of personal deposits at the banks; nonetheless household credit as a proportion of disposable income and durable expenditures has remained well below the average values recorded over the 1971-81 period.

* The reader is reminded that all the conventional aggregates include only bank deposits.

† Several distributors of treasury bills began in 1983 to offer treasury bills in small denominations to individual investors at very competitive rates. Though ideally one would want to include these securities along with Canada Savings Bonds in a still broader measure of M2-type balances, existing data do not provide a breakdown of the proportions of outstanding treasury bills that are held by households and businesses.

†† These and other related issues are discussed in greater detail in "Developments in the residential mortgage market" in the October 1984 issue of this Review, as well as in the Annual Report of the Governor of the Bank of Canada, 1983.

plus, à cause de la plus grande taille des agrégats au sens large, les réductions des encaisses de transaction qui ont résulté des nouveaux services offerts par les banques ont eu sur eux une incidence proportionnellement plus faible que celle qu'elles ont eue sur M1 et M1A. Il n'est donc pas surprenant que la relation relativement étroite entre M2 et M3 d'une part et la DNB d'autre part se soit maintenue pendant la majeure partie de la période comprise entre 1971 et 1982 (voir Graphique IV). Toutefois, depuis le dernier trimestre de 1982, cette relation s'est considérablement affaiblie.

M2

L'agrégat M2 comprend, en plus de M1A, les autres dépôts à préavis et les dépôts à terme fixe des particuliers dans les banques. Même si le comportement de cet agrégat a suivi d'assez près les variations de la dépense globale durant la plus grande partie de la période commencée en 1971, la relation positive entre M2 et la dépense globale a presque totalement disparu depuis la fin de 1982. Si la croissance de la dépense globale s'est nettement accélérée en 1983 avant de s'essoufler quelque peu cette année, le taux de croissance de M2, lui, a baissé durant la plus grande partie de la période et n'a commencé à se redresser que tout récemment.

Cette rupture soudaine de la relation entre M2 et la DNB peut s'expliquer en partie par une modification des parts du marché, la croissance des dépôts bancaires ayant été un peu plus lente que celle des dépôts placés dans les institutions financières concurrentes à des taux d'intérêt plus élevés*. Si l'on ajoute à M2 les dépôts des particuliers dans les sociétés de fiducie, les sociétés de prêt hypothécaire, les *credit unions* et les caisses populaires, on obtient l'agrégat M2+ qui présente une relation un peu plus étroite avec la DNB, surtout sur la période 1983-1984. Son rythme de croissance est demeuré toutefois nettement au-dessous de celui de la DNB sur toute cette période (voir Graphique V). Par contre, si l'on ajoute aussi les obligations d'épargne du Canada (M2+ augmenté des OEC au Graphique V), on observe une relation un peu plus étroite pour les deux dernières années, même si cette opération tend à faire ressortir l'existence d'un lien plus faible entre M2+ et la DNB pendant les périodes antérieures. Bien que certains dépôts compris dans M2+ aient sûrement servi à l'acquisition d'obligations d'épargne du Canada, certains autres ont dû, à cause des écarts exceptionnellement grands entre les taux d'intérêt des titres du marché monétaire et ceux des dépôts des particuliers, s'orienter vers le marché des titres négociables du gouvernement et du secteur privé (voir Graphique VI). Ce déplacement de l'épargne des ménages vers les titres négociables a été facilité par des mécanismes que certaines institutions qui vendent des bons du Trésor ont mis au point ces derniers temps pour permettre aux investisseurs qui souscrivent des montants relativement faibles de bons du Trésor de bénéficier de taux de rendement proches de ceux que reçoivent les gros acheteurs†.

Une autre cause importante du faible taux d'accroissement des dépôts des particuliers durant la plus grande partie de la période 1983-1984 a été la réticence que les ménages ont manifestée face à l'emprunt. Le niveau relativement élevé des taux d'intérêt et les préoccupations au sujet du chômage et des revenus semblent avoir eu pour effet de réduire la proportion des achats de biens de consommation durables effectués à crédit et d'augmenter celle des achats payés avec des fonds épargnés. De plus, ces préoccupations ont incité les ménages à rembourser des prêts personnels et des emprunts hypothécaires à même leurs économies††. Tout compte fait, cette décision des ménages s'est traduite, au bilan des institutions financières, par une forte diminution de la croissance des prêts personnels, des portefeuilles hypothécaires et des dépôts des particuliers. À la faveur de la baisse des taux d'intérêt enregistrée durant les derniers mois de 1984, la croissance des

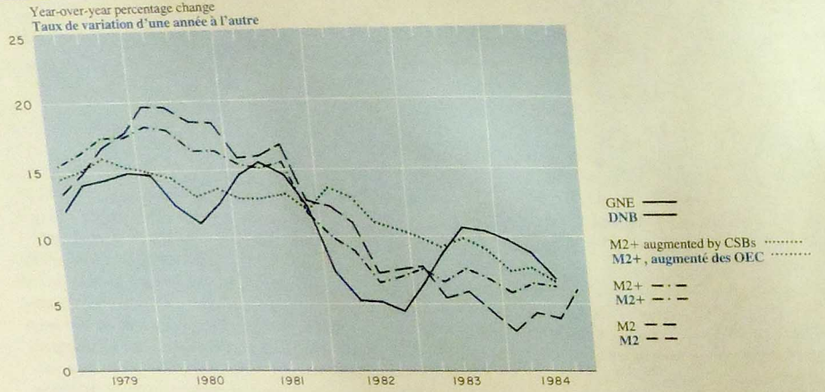
* Le lecteur se souviendra que les agrégats traditionnels ne comprennent que les dépôts bancaires.

† En 1983, plusieurs distributeurs de bons du Trésor ont commencé à offrir aux particuliers la possibilité d'acheter de petites coupures de bons du Trésor à des taux très intéressants. L'idéal serait de faire entrer ces titres ainsi que les obligations d'épargne du Canada dans un agrégat regroupant des dépôts du type M2, mais il n'existe pas de statistiques sur la proportion des bons du Trésor détenue par les ménages et par les entreprises.

†† Ce sujet et certaines questions connexes sont examinés de façon plus détaillée dans l'article intitulé « L'évolution récente du marché des prêts hypothécaires à l'habitation », qui a été publié dans la livraison d'octobre 1984 de la Revue, et dans le Rapport annuel du Gouverneur de la Banque du Canada pour 1983.

Chart V Growth rates of GNE and M2, M2+ and M2+ augmented by Canada Savings Bonds

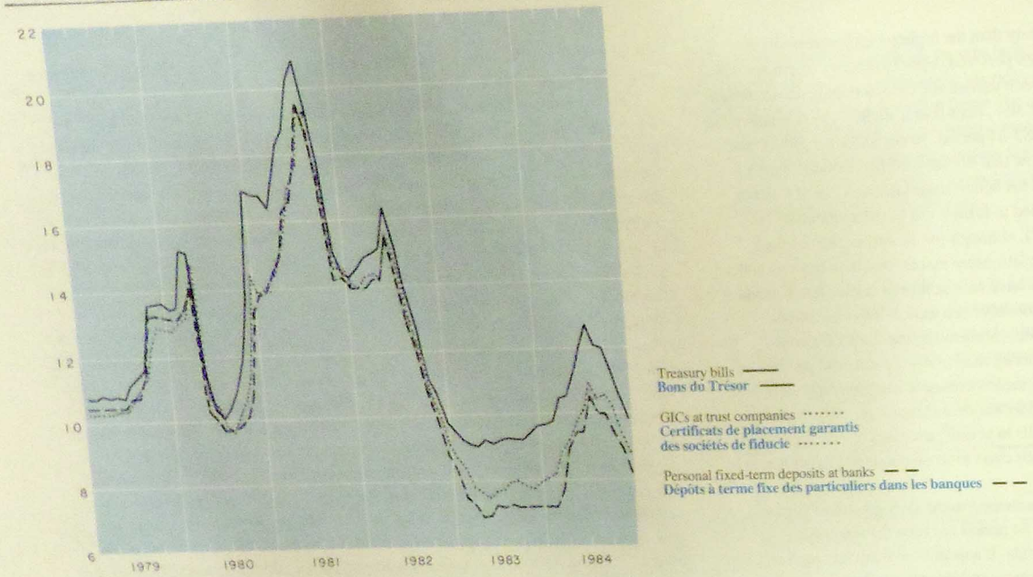
Graphique V Taux de croissance de la DNB, de M2, de M2+ et de M2+ augmenté des obligations d'épargne du Canada



Deposit data for credit unions and caisses populaires have been estimated for 1984 Q3.

Les chiffres des dépôts dans les caisses populaires et les crédits unions utilisés pour le 3e trimestre de 1984 sont des estimations.

Chart VI
Graphique VI A comparison of interest rates on 90-day instruments
Comparaison des taux d'intérêt des placements à 90 jours



M3

The behaviour of M3, defined as M2 plus non-personal fixed-term deposits and the foreign currency deposits of residents booked in Canada, has been similar to that of M2, although the declining trend in its growth rate in the 1981-83 period was if anything more pronounced and has been followed by a sharper upturn in 1984. Businesses continued over the last year to restructure their balance sheets, reducing their degree of reliance on short-term forms of financing. The growth of business loans has therefore remained more subdued than in earlier periods, and banks have bid less aggressively for non-personal deposits to fund those loans. In recent months there has been some rebound in commercial lending as corporations have shifted some of their short-term financing out of money market instruments. While the growth of non-personal deposits has accelerated as a result, M3 has nevertheless continued to grow at a slower rate than total spending.

As with M2, it is possible to add to M3 other assets such as near-bank deposits (giving M3+), as well as CSBs and short-term money market instruments, in order to generate financial aggregates that are more encompassing than the traditional, bank specific, measures. However, the direction of the movements of both these wider financial aggregates is broadly similar to M3 (Chart VII). Neither the traditional monetary aggregates nor the augmented measures have borne a close relationship with GNE over the most recent period.

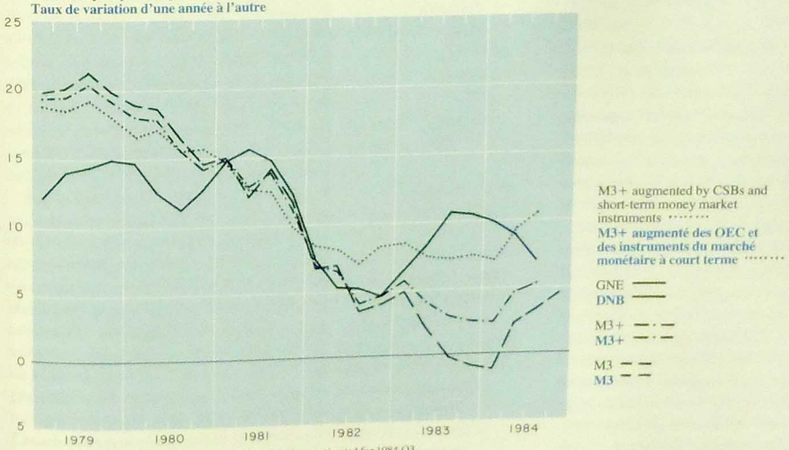
M3

M3, qui est défini comme la somme de M2, des dépôts à terme fixe autres que ceux des particuliers et des dépôts en devises étrangères comptabilisés au Canada au nom des résidents, a eu un comportement similaire à celui de M2, même si la tendance à la baisse de son taux de croissance a été plus accentuée au cours de la période 1981-1983 que celle de M2 et sa remontée plus forte en 1984. Les entreprises ont continué l'an dernier à restructurer leurs bilans et ont de nouveau réduit leur dépendance à l'endroit des sources de financement à court terme. Ainsi, la croissance des prêts aux entreprises a été encore plus faible qu'au cours des périodes antérieures, et les banques se sont livré une concurrence moins vigoureuse pour se procurer les dépôts nécessaires dont elles ont besoin pour financer ces prêts. Ces derniers mois, les prêts commerciaux ont augmenté quelque peu, les sociétés ayant dans une certaine mesure préféré cette forme de financement à l'émission de titres à court terme sur le marché monétaire. Il en est résulté une progression des dépôts autres que ceux des particuliers, mais M3 n'en a pas moins continué de croître à un rythme plus lent que la dépense globale.

Il est possible d'ajouter à M3, comme on l'a fait pour M2, certains autres avoirs, tels que les dépôts dans les établissements parabancaires (ce qui donne l'agrégat M3+), ainsi que les obligations d'épargne du Canada et les titres du marché monétaire. On obtient alors

Chart VII
Graphique VII Growth rates of GNE and M3, M3+ and M3+ augmented by CSBs and money market instruments
Taux de croissance de la DNB, de M3, de M3+ et de M3+ augmenté des OEC et des titres du marché monétaire

Year-over-year percentage change
Taux de variation d'une année à l'autre



Deposit data for credit unions and caisses populaires have been estimated for 1984 Q3.
Les chiffres des dépôts dans les caisses populaires et les crédits unions utilisés pour le 3e trimestre de 1984 sont des estimations.

* * *

In summary, recent financial innovations and market developments have continued to exert an influence on the monetary aggregates that has been both substantial and hard to predict. Since it has only been possible to separate the effects of ongoing institutional changes on the aggregates from the influences of total spending and interest rates well after the event, it remains very difficult to make timely judgements about the underlying trend of recent monetary growth.

des agrégats financiers plus larges que les agrégats traditionnels, qui se limitent aux dépôts bancaires. Toutefois, les variations de ces grands agrégats financiers vont à peu près dans le même sens que celles de M3 (voir Graphique VII). Ni les agrégats monétaires traditionnels ni les agrégats élargis n'ont maintenu une relation étroite avec la DNB ces derniers temps.

* * *

En résumé, on peut dire que les récentes innovations financières et certains phénomènes survenus sur le marché ont continué à exercer sur les agrégats monétaires une influence considérable et difficile à prévoir. Comme il s'écoule un laps de temps assez long avant qu'on parvienne à isoler les incidences que les changements d'ordre institutionnel ont sur les agrégats de celles de la dépense globale et des taux d'intérêt, il demeure très difficile de formuler en temps opportun des jugements sur la tendance sous-jacente la plus récente de l'expansion monétaire.

Technical note: Revisions to the balance of payments and merchandise trade tables

The availability of new seasonally adjusted merchandise trade and current account data from Statistics Canada has allowed some major improvements to the data published in the Review. Previously, the set of Tables 68-71 on the Canadian balance of payments and the set of Tables 72-77 on Canadian merchandise trade by commodity group and geographical area were not fully consistent. The former merchandise trade tables provided data that in most cases had not been adjusted for balance of payments purposes and/or had been seasonally adjusted by the Bank of Canada independently of the seasonally adjusted totals published by Statistics Canada. We have now tried to render them fully consistent wherever possible by using data on a balance of payments basis where available and using Statistics Canada's seasonally adjusted data on commodities, which add up to the seasonally adjusted total.

Beginning with this issue, four types of improvements have been made to the balance of payments and trade data published in the Review. First, the details of the current account (Table J2) are now presented on a seasonally adjusted basis so that their cyclical or secular behaviour can be more easily observed. Second, the values, volumes and prices for various commodity groups in global trade (Tables J5-J9) as well as the values for total exports and imports by geographical area (Table J4) are on a seasonally adjusted balance of payments basis. That is, they are measured on a basis that is fully consistent with the other elements of the balance of payments and with the totals for exports and imports that appear in the national income and expenditure accounts. Third, the new Bank of Canada classification of merchandise trade (Tables J6-J11) provides a more symmetrical treatment of exports and imports for all levels of

Note technique sur la modification des tableaux de la balance des paiements et de la balance commerciale

La production par Statistique Canada de nouvelles statistiques désaisonnalisées de la balance commerciale et de la balance courante a permis d'apporter certaines améliorations d'une grande importance aux données publiées dans la Revue. Jusqu'à maintenant, les données comprises dans les tableaux de la balance canadienne des paiements (Tableaux 68 à 71) n'étaient pas en tous points comparables à celles de la ventilation des échanges commerciaux du Canada par groupes de produits et par régions (Tableaux 72 à 77). Les anciens tableaux de la balance commerciale contenaient des chiffres qui, dans la plupart des cas, n'avaient pas été corrigés en fonction des critères de la balance des paiements ou avaient été désaisonnalisés séparément par la Banque du Canada et, par conséquent, ne correspondaient pas aux totaux désaisonnalisés publiés par Statistique Canada. Nous nous sommes donc efforcés d'assurer de notre mieux l'uniformité de ces chiffres en utilisant chaque fois que c'était possible des données établies sur la base de la balance des paiements ainsi que les chiffres désaisonnalisés de la ventilation par produits publiés par Statistique Canada et dont la somme correspond aux données globales désaisonnalisées.

Les améliorations qui ont été apportées ce mois-ci aux données de la balance des paiements et de la balance commerciale peuvent être groupées en quatre catégories. Premièrement, les données détaillées de la balance courante (Tableau J2) sont maintenant désaisonnalisées de sorte qu'on pourra mieux observer leur comportement cyclique ou leur tendance. Deuxièmement, les statistiques de la valeur, du volume et des prix de chaque catégorie de marchandises (Tableaux J5 à J9) de même que les chiffres de la ventilation régionale de l'ensemble des exportations et des importations (Tableau J4) sont désaisonnalisés et établis sur la base de la balance des paiements. Ces données sont donc calculées sur la même base que celles des autres éléments de la balance des paiements et concordent avec les séries de l'ensemble des exportations et des importations qui figurent dans la comptabilité nationale aux comptes des revenus et des dépenses. Troisièmement,

aggregation. Finally, two price indexes for total exports and imports are shown in Table J5, one calculated with a Paasche formula of current weights, the other with a Laspeyres formula of fixed 1971 weights. The latter allows a better reading of short-run price movements because it is free of the influence of weight shifts.

The remainder of this note details the changes on a table by table basis for Tables J2 and J4-J11.*

Current account (Table J2)

Table J2 replaces Tables 69 and 70 and provides details of the current account on a seasonally adjusted rather than raw basis. The information on implicit price indexes that was shown previously in Table 69 has been moved to Table J5. The Cansim numbers listed in Table J2 yield data that are seasonally adjusted at quarterly rates rather than the annual rates displayed in the table.

Merchandise trade: Geographic breakdown, prices and volumes (Tables J4 and J5)

Table J4 deals with the geographic breakdown of total merchandise trade and Table J5 with the prices and volumes. Data in both tables are adjusted by Statistics Canada for seasonality and for balance of payments purposes. In Table J4, the listed Cansim numbers yield data that are seasonally adjusted at quarterly rates rather than at annual rates. ''All other countries'' includes the category ''Other America'', which was previously shown separately but which is not available on a seasonally adjusted balance of payments basis from Statistics Canada. Table J5 shows prices and terms of trade on both a Laspeyres (fixed weights) and Paasche (current weights) basis. The volumes shown in Table J5 are in 1971 constant dollars and appear in the national income and expenditure accounts.†

Commodity classification (Tables J6-J9)

Tables J6-J9 present global merchandise trade flows by commodity group, aggregated from data that have been adjusted by Statistics Canada

* Tables J1 and J3 remain unchanged from previous Tables 68 and 71. They present, respectively, a summary of the balance of payments and the details of the capital account. The data are not seasonally adjusted because the capital account series are reported only on a raw basis by Statistics Canada. The source of the data on the balance of payments is Statistics Canada's ''Quarterly Estimates of the Canadian Balance of International Payments'', catalogue 67-001.

† At the moment, the national accounts carry the revisions to quarterly trade data back only to 1980.

la nouvelle classification du commerce extérieur établie par la Banque du Canada (Tableaux J6 à J11) permet un traitement plus uniforme des exportations et des importations, et ce, à tous les niveaux de leur agrégation. Enfin, le Tableau J5 contient deux indices des prix de l'ensemble des exportations et des importations, un indice de Paasche, à pondérations variables, et un indice de Laspeyres, qui utilise les pondérations de 1971. Cet indice permet de mieux observer les fluctuations des prix sur courte période parce qu'il n'est pas influencé par les variations de pondérations. Le lecteur trouvera dans les pages qui suivent un exposé détaillé des changements apportés au Tableau J2 et à chacun des tableaux de la série J4 à J11*.

La balance courante (Tableau J2)

Le Tableau J2, qui remplace les tableaux 69 et 70, renferme des données désaisonnalisées de la balance courante, et non des données brutes. Les séries des indices synthétiques des prix, qui étaient publiées auparavant au Tableau 69, figurent maintenant au Tableau J5. Les numéros du fichier Cansim listés au Tableau J2 concernent des données trimestrielles désaisonnalisées exprimées en chiffres trimestriels alors que les chiffres indiqués sont des données désaisonnalisées exprimées en chiffres annuels.

La balance commerciale : Répartition géographique, prix et volumes (Tableaux J4 et J5)

Le Tableau J4 contient une ventilation régionale des données de la balance commerciale, tandis que le tableau J5 porte sur les prix des marchandises et le volume des échanges. Les données de ces deux tableaux ont été corrigées des variations saisonnières et mises sur la base de la balance des paiements par Statistique Canada. Les numéros du fichier Cansim reproduits au Tableau J4 concernent des données désaisonnalisées exprimées en chiffres trimestriels, et non des données désaisonnalisées exprimées en chiffres annuels. La rubrique «Tous autres pays» englobe désormais les données des «autres pays d'Amérique», qui faisaient jusqu'ici l'objet d'une colonne distincte; Statistique Canada ne publie pas de données désaisonnalisées établies sur la base de la balance des paiements pour ce groupe de pays. Le Tableau J5 contient des chiffres des prix et des termes de l'échange établis à l'aide de l'indice de Laspeyres (à pondérations fixes) et de l'indice de Paasche (à pondérations variables). Les données du volume des échanges, qui sont reproduites au Tableau J5, sont exprimées en dollars de 1971 et figurent dans les comptes nationaux des revenus et des dépenses†.

* Les Tableaux J1 et J3 sont identiques aux anciens Tableaux 68 et 71. Ils contiennent respectivement un résumé des chiffres de la balance des paiements et les données détaillées de la balance des capitaux. Ces données ne sont pas désaisonnalisées parce que Statistique Canada ne publie pas de données désaisonnalisées des mouvements de capitaux. Les données de la balance des paiements proviennent des «Estimations trimestrielles de la balance canadienne des paiements internationaux», Statistique Canada, numéro de catalogue 67-001.

† Actuellement, les chiffres présentés dans les comptes nationaux ne tiennent compte que des révisions qui ont été apportées à partir de 1980 aux données trimestrielles sur les échanges commerciaux.

for seasonality and for balance of payments purposes. The categories used for the aggregated values in Tables J6 and J7 correspond exactly to the categories for prices and volumes displayed in Tables J8 and J9. Moreover, data totals are fully consistent with those in Tables J1, J2, J4 and J5. This attractive feature has been made possible by the changes to Statistics Canada's treatment of monthly trade data.

Some 60 commodity groups for both imports and exports are now reported by Statistics Canada on a seasonally adjusted balance of payments basis and constitute the building blocks of the merchandise trade data shown in Tables J6-J9. Seasonally adjusted total exports and imports are derived by aggregation of the commodity components* instead of being seasonally adjusted independently as before. In accordance with this methodological change, quarterly totals of exports and imports have been revised all the way back to 1971. Balance of payments adjustments place customs trade data on a basis consistent with the measurement of the other elements of the balance of payments in terms of coverage, valuation and timing. The source of the data contained in Tables J6-J9 is Statistics Canada's ''Summary of External Trade'', catalogue 65-001.† Further details about the new data and the nature of the balance of payments adjustments may be found in the Appendix. Also included in the Appendix is a concordance between the Bank of Canada commodity classification and the commodity groupings used by Statistics Canada.

Tables J6 and J7 present the revised Bank of Canada commodity classification of merchandise export and import values. As can be seen in the table below, this classification treats exports and imports in a more symmetrical manner than previously. Twelve major export and nine major import commodity categories are arranged under five broad groupings: food, energy materials, other (natural-resource) materials, motor vehicles and parts, and other manufactured goods.

''Food'' consists largely of the products of agriculture, fishing, and food and beverages manufacturing industries but also includes a small amount of inedible products such as tobacco, furs, skins and hides. The category ''Energy materials'' comprises crude petroleum, natural gas, coal, petroleum and coal products and electricity, but excludes uranium ores and concentrates, a category which is not available separately.

* Components for which stable seasonality could not be reliably identified were not seasonally adjusted.

† Cansim matrices 900 to 902 covering the trade data previously contained in Tables 74 to 77 will no longer be updated. However, they will be retained in the database until December 1985.

La classification des marchandises (Tableaux J6 à J9)

Les Tableaux J6 à J9 contiennent une ventilation du flux global des échanges par groupes de produits, obtenue par agrégation de données corrigées des variations saisonnières et mises sur la base de la balance des paiements par Statistique Canada. Les rubriques des données globales des échanges en valeur qui figurent aux Tableaux J6 et J7 correspondent exactement à celles des prix et des volumes que l'on trouve aux Tableaux J8 et J9. De plus, les données globales concordent en tous points avec celles des Tableaux J1, J2, J4 et J5. Cette amélioration remarquable a été rendue possible grâce aux modifications apportées par Statistique Canada au traitement des données mensuelles du commerce extérieur.

Statistique Canada fournit à l'heure actuelle, sur la base de la balance des paiements, des données désaisonnalisées des importations et des exportations pour une soixantaine de groupes de produits; c'est par agrégation de ces groupes qu'on a produit les chiffres du commerce extérieur indiqués aux Tableaux J6 à J9. Pour obtenir les données désaisonnalisées de l'ensemble des exportations et des importations, Statistique Canada fait maintenant la somme des composantes des séries désaisonnalisées, au lieu de désaisonnaliser séparément les données globales*. Par suite de cette modification de la méthode de calcul, on a révisé rétroactivement les données trimestrielles de l'ensemble des exportations et des importations jusqu'en 1971. Les ajustements apportés aux statistiques douanières pour les mettre sur la base de la balance des paiements assurent la concordance des données du commerce extérieur avec celles des autres éléments de la balance des paiements, en ce qui a trait au champ d'observation, à l'évaluation et à la chronologie des transactions. Les données reproduites aux Tableaux J6 à J9 proviennent de la publication de Statistique Canada intitulée «Sommaire du commerce extérieur», numéro de catalogue 65-001†. On trouvera dans la section annexe de la présente note des renseignements supplémentaires sur ces nouvelles données et sur la nature des ajustements qui y ont été apportés en fonction des exigences de la balance des paiements. Cette section contient également un tableau établissant la concordance entre la classification des marchandises adoptée par la Banque du Canada et les groupes de marchandises constitués par Statistique Canada.

Les Tableaux J6 et J7 renferment les données, en valeur, des exportations et des importations de marchandises ventilées selon la classification révisée de la Banque du Canada. Comme on peut le voir au Tableau 1 ci-dessous, cette nouvelle méthode assure une présentation plus symétrique des exportations et des importations. Douze grandes catégories de produits exportés et neuf grandes catégories de produits importés sont groupées sous cinq rubriques : les produits alimentaires, les produits énergétiques, les

* Les chiffres des composantes qui n'ont pas un profil saisonnier manifeste n'ont pas été désaisonnalisées.

† Les matrices 900 à 902 des séries de Cansim relatives aux données des échanges commerciaux (anciens Tableaux 74 à 77) ne seront plus mises à jour. Toutefois, elles seront conservées dans la base de données jusqu'en décembre 1985.

"Other (natural-resource) materials" cover other crude and fabricated items such as forest products, metals and minerals and products, chemicals and (on the import side) textiles. Included in "Motor vehicles and parts" are passenger cars and chassis, trucks and other motor vehicles as well as engines and parts (excluding such auxiliary equipment as brake linings, tires, tubes, spark plugs and batteries*). "Other manufactured goods" comprise machinery and equipment, other consumer goods excluding food and, on the export side, some residual industrial products.

Structure of the Bank of Canada commodity classification

Exports	Imports
Food	
Wheat	Food
Other farm and fish products	
Energy materials	
Crude petroleum	Crude petroleum
Natural gas	
Other energy products	Other energy products
Other (natural-resource) materials	
Lumber and sawmill products	Construction materials
Pulp and paper	
Other metals and minerals	Industrial materials
Chemicals and fertilizers	
Motor vehicles and parts	
Motor vehicles and parts – U.S. (Table J8)	Motor vehicles and parts – U.S. (Table J9)
Motor vehicles and parts – Rest of the world (Table J8)	Motor vehicles and parts – Rest of the world (Table J9)
Other manufactured goods	
Other manufactured goods	Machinery and equipment
	Other consumer goods

Although the major commodity categories are similar in name and coverage to what they were before, their composition has been revised to best use the newly available data and to facilitate comparisons between exports and imports of similar commodities. This is particularly evident in the case of the commodities pertaining to machinery and equipment and to food. Six sub-categories of machinery and equipment are shown on both the export and import side: "Aircraft and parts", "Other transportation equipment", "Agricultural machinery", "Communications and electronic equipment", "Industrial machinery" and "Other equipment and tools". To enhance symmetry with respect to the food grouping, certain commodities have been added to both exports and imports: "Alcoholic beverages" which were previously included in "Other consumer goods" have been added in exports; on the import side,

* In the earlier Bank of Canada commodity classification, these items were included with motor vehicles and parts.

autres produits (ressources naturelles), les véhicules automobiles et pièces détachées et les autres produits manufacturés.

Les «produits alimentaires» comprennent principalement les produits de l'agriculture et de la pêche ainsi que les produits des industries de l'alimentation et des boissons; ils englobent également une petite quantité de produits non comestibles comme le tabac, les pelleteries, les peaux et les cuirs. La rubrique des «produits énergétiques» comprend le pétrole brut, le gaz naturel, le charbon, les produits des industries pétrolières et charbonnières et l'électricité; elle ne comprend pas les minerais et concentrés d'uranium, pour lesquels il n'existe pas de série distincte. Les «autres produits (ressources naturelles)» englobent les autres matières brutes ou autres produits manufacturés comme les produits de la forêt, les métaux, les minéraux et les matières minérales, les produits chimiques, et dans le cas des importations, les textiles. La rubrique des «véhicules automobiles et pièces détachées» concerne les voitures particulières et les châssis, les camions et autres véhicules à moteur ainsi que les moteurs et les pièces (à l'exclusion de pièces telles que les garnitures de freins, pneus, chambres à air, bougies d'allumage et accumulateurs*). Les «autres produits manufacturés» comprennent la machinerie et l'équipement, les autres biens de consommation, produits alimentaires exclus, et, dans le cas des exportations, quelques produits industriels non couverts par les rubriques précédentes.

Classification des marchandises de la Banque du Canada

Exportations	Importations
Produits alimentaires	
Blé	Produits alimentaires
Autres produits de l'agriculture et de la pêche	
Produits énergétiques	
Pétrole brut	Pétrole brut
Gaz naturel	
Autres produits énergétiques	Autres produits énergétiques
Autres produits (ressources naturelles)	
Bois d'oeuvre et sciages	Matériaux de construction
Pâtes et papiers	
Autres métaux et minéraux	Matières industrielles
Produits chimiques et engrais	
Véhicules automobiles et pièces détachées	
Véhicules automobiles et pièces détachées — E.U. (Tableau J8)	Véhicules automobiles et pièces détachées — E.U. (Tableau J9)
Véhicules automobiles et pièces détachées — Autres pays (Tableau J8)	Véhicules automobiles et pièces détachées — Autres pays (Tableau J9)
Autres produits manufacturés	
Autres produits manufacturés	Machinerie et équipement
	Autres biens de consommation

Bien que le titre des grandes catégories de marchandises et le champ couvert par elles n'aient pas changé, la composition de ces catégories a été modifiée de façon à permettre

* Dans l'ancienne classification des marchandises de la Banque du Canada, ces articles étaient rattachés aux véhicules automobiles et pièces détachées.

the additions are "Live animals", "Crude animal products", "Crude vegetable products", "Fodder and feed" and "Oils and fats", all of which were previously included in "Industrial materials".

The symmetry of the export and import classifications is however only partial with respect to fabricated materials. Metal, textile and some other fabricated materials are found in "Other manufactured goods" on the export side (Table J6) but in "Other (natural-resource) materials" on the import side (Table J7).

Other important changes to the commodity composition of major categories have been made. The division of forest product exports between "Lumber" and "Other forest products" has been changed to "Lumber and sawmill products" and "Pulp and paper" to be more in line with the distinction between the output of the wood and the pulp and paper industries. Moreover, "Other sawmill products" and "Other paper" are now shown individually. Other major changes to Table J6 include a separate identification of "Ores and concentrates" and "Non-metallic minerals" under "Other metals and minerals" and of "Fertilizers" under "Chemicals and fertilizers". Table J7, dealing with imports, shows a finer breakdown of "Industrial materials".

"Other exports" and "Other imports" are new categories in the Bank of Canada commodity classification. They comprise unallocated balance of payments adjustments and special transactions such as shipments valued at less than $800 each, contractors' equipment and tools, and Canadian exports returned within five years. The negative sign of "Other imports" is ascribable to the unallocated balance of payments adjustments, which are negative on the import side.

Tables J8 and J9 show the prices and volumes of merchandise exports and imports respectively on a balance of payments basis for *all* the commodity groupings, not just for crude petroleum, natural gas and motor vehicles and parts as before. Moreover, the basic series are now seasonally adjusted by Statistics Canada rather than by the Bank of Canada. A concordance between the categories shown in these tables and the detailed Bank of Canada commodity classification on the one hand and Statistics Canada's commodity groupings on the other is presented in the Appendix. While price and volume figures are not shown for the categories "Other exports" and "Other imports", these are included in the total price and volume series in Tables J8 and J9. Data on trade with the United States in motor vehicles and parts are not yet published by Statistics Canada on a seasonally adjusted balance of payments basis. The

une utilisation optimale des plus récentes données disponibles et à faciliter la comparaison des données des exportations et des importations des produits de nature similaire. Cette remarque s'applique particulièrement à la rubrique de la machinerie et de l'équipement et à celle des produits alimentaires. À la rubrique «Machinerie et équipement», on trouve, à la fois du côté des exportations et du côté des importations, les six subdivisions suivantes : «Aéronefs et pièces détachées», «Autres types de matériel de transport», «Machinerie agricole», «Matériel électronique et de télécommunications», «Machines industrielles» et «Autres types d'équipement et outillage.» Dans le souci d'apporter une plus grande symétrie à la rubrique des produits alimentaires, on a ajouté certaines marchandises aux exportations et aux importations. Ainsi, la rubrique «Boissons alcooliques», qui était auparavant rattachée à «Autres biens de consommation», a été ajoutée aux exportations; du côté des importations, on a ajouté les rubriques «Animaux vivants», «Produits bruts d'origine animale», «Produits végétaux bruts», «Fourrages et provendes» et «Produits laitiers et oeufs», lesquelles faisaient toutes partie des «Matières industrielles.»

En ce qui concerne les matières ouvrées, la symétrie entre les séries des exportations et celles des importations n'est que partielle. Les chiffres des exportations de produits métalliques, de textiles et de quelques autres matières ouvrées sont compris dans «Autres produits manufacturés» (Tableau J6), alors que les chiffres des importations de ces mêmes marchandises se retrouvent sous «Autres produits (ressources naturelles)» (Tableau J7).

Certaines autres modifications importantes ont été apportées à la composition des grandes catégories de produits. Les exportations des produits de la forêt, qui étaient ventilées auparavant en «bois d'oeuvre» et «autres produits de la forêt», sont présentées maintenant sous les rubriques «bois d'oeuvre et sciages» et «pulpe et papier», qui reflètent mieux la distinction existant entre la production de l'industrie du bois et celle de l'industrie des pâtes et papiers. De plus, il existe désormais des séries distinctes pour «Autres sciages» et «Autres types de papier». Au nombre des autres modifications importantes apportées au Tableau J6, il y a lieu de mentionner la création des séries «Minerais et concentrés» et «Minéraux non métalliques», qui sont des subdivisions de «Autres métaux et minéraux», et de la série «Engrais», qui figure sous «Produits chimiques et engrais.» Le Tableau J7, qui traite des importations, contient aussi une répartion plus détaillée des «Matières industrielles.»

Les rubriques «Autres exportations» et «Autres importations» ont été ajoutées à la classification des marchandises de la Banque du Canada. Elles concernent les montants non répartis des ajustements de la balance des paiements et certaines opérations spéciales comme les envois d'une valeur unitaire de moins de 800 dollars, l'équipement et les outils utilisés par les entreprises de construction et les exportations canadiennes retournées dans moins de cinq ans. Le signe négatif dont sont affectés les chiffres des

series shown in Tables J8 and J9 are constructed from seasonal factors and raw balance-of-payments-adjusted data provided by Statistics Canada.* Trade with other countries is calculated residually.

Commodity classification of merchandise trade by destination/origin (Tables J10 and J11)

Tables J10 and J11 respectively show export values by destination and import values by origin, disaggregated into the same commodity classifications used in Tables J6 and J7. These values are obtained by compiling raw data on a customs basis. Statistics Canada has not yet produced disaggregated commodity data by geographical area on a seasonally adjusted balance of payments basis. The source of the raw customs data is Statistics Canada's "Exports by Commodities", catalogue 65-004 and "Imports by Commodities", catalogue 65-007.

* On the export side, the value of each of the three components of motor vehicles and parts (passenger cars, trucks and parts) is adjusted using the same seasonal factors that are applied to exports of these products to all countries. The price deflators are the same as those published for exports to all countries as the latter are built exclusively from United States price components. On the import side, the value of passenger cars and trucks is adjusted using specific seasonal factors for the United States provided by Statistics Canada; the price of passenger car imports from the United States also differs from the one applying to imports from all countries. Otherwise, seasonal factors and prices prevailing for imports from all countries are used to calculate the appropriate series for imports from the United States.

«autres importations» s'explique par les ajustements non répartis de la balance des paiements, qui sont négatifs dans le cas des importations.

Les Tableaux J8 et J9 contiennent respectivement les chiffres des prix et des volumes des exportations et des importations sur la base de la balance des paiements pour *tous* les groupes de marchandises, pas seulement pour le pétrole brut, le gaz naturel et les véhicules automobiles et pièces détachées comme c'était le cas auparavant. En outre, les séries de base sont maintenant désaisonnalisées par Statistique Canada plutôt que par la Banque du Canada. On trouvera en annexe un tableau indiquant les concordances entre, d'une part, les rubriques de ces tableaux et celles de la classification des marchandises de la Banque et, d'autre part, les catégories de marchandises groupées par Statistique Canada. Il n'y a pas de chiffres des prix ni des volumes sous les rubriques «Autres exportations» et «Autres importations», mais ces données sont comprises dans les séries globales des prix et des volumes des Tableaux J8 et J9. En ce qui a trait au commerce des véhicules automobiles et des pièces détachées avec les États-Unis, Statistique Canada n'a pas encore commencé à publier des données désaisonnalisées et mises sur la base de la balance des paiements. Les chiffres publiés aux Tableaux J8 et J9 sont produits à l'aide de facteurs de désaisonnalisation et de données brutes corrigées en fonction des critères de la balance des paiements provenant tous deux de Statistique Canada*. Les chiffres des échanges commerciaux avec les autres pays sont obtenus par soustraction.

Répartition par destination et par provenance des données de la balance commerciale (Tableaux J10 et J11).

Le Tableau J10, qui contient une ventilation des exportations en valeur selon leur destination, et le Tableau J11, une ventilation des importations en valeur selon leur provenance, fournissent tous les deux des données qui ont été subdivisées selon la même classification utilisée aux Tableaux J6 et J7. Ces chiffres proviennent de la compilation des données brutes présentées sur la base des statistiques douanières. Statistique Canada n'a pas encore produit de ventilation régionale détaillée des données désaisonnalisées et mises sur la base de la balance des paiements. Les données brutes exprimées sur la base de statistiques douanières proviennent des publications suivantes de Statistique Canada : «Exportations par marchandises», numéro de catalogue 65-004, et «Importations par marchandises», numéro de catalogue 65-007.

* En ce qui a trait aux exportations, la valeur de chacune des trois composantes des véhicules et pièces détachées (voitures particulières, camions et pièces détachées) est corrigée à l'aide des mêmes facteurs de désaisonnalisation que ceux qui sont utilisés pour les exportations de ces produits à l'ensemble des pays étrangers. Les indices implicites des prix sont les mêmes que ceux qui sont publiés pour les exportations vers l'ensemble des pays étrangers puisque ces derniers indices sont établis exclusivement à partir des prix américains. Dans le cas des importations, on a corrigé la valeur des voitures particulières et des camions avec des facteurs de désaisonnalisation des États-Unis fournis par Statistique Canada; le prix applicable aux importations de voitures particulières américaines diffère également de celui qui est appliqué aux importations en provenance des autres pays. Dans les autres cas, ce sont les facteurs de désaisonnalisation et les prix en vigueur pour les importations en provenance de l'ensemble des pays étrangers qui sont utilisés dans le calcul des séries applicables aux importations de produits américains.

Appendix

Statistics Canada's new merchandise trade data

Since the April 1984 issue of its "Summary of External Trade" publication, Statistics Canada has made available disaggregated values and prices for merchandise trade on a basis fully consistent with the national income and expenditure accounts. Now, some 60 commodity groupings for both imports and exports as well as their regional totals are reported on a seasonally adjusted balance of payments basis. Previously, only total imports and total exports were available in that form; specific commodity groups were reported without seasonal and balance of payments adjustments while the geographic breakdown of total imports and exports, although seasonally adjusted, was available only on the basis of customs data (without balance of payments adjustments). Moreover, seasonally adjusted total imports and exports are now derived by aggregation of their seasonally adjusted commodity components. Previously, totals were seasonally adjusted independently of the components.

Customs trade data differ from balance of payments data in terms of coverage, valuation and timing. The purpose of the balance of payments adjustments is to make customs trade data consistent in these respects with the way the other elements of the balance of payments are measured. Several commodity groupings are adjusted. On the export side, energy products are adjusted for timing of crude petroleum and natural gas shipments by pipeline and electricity exports, all of which appear with a lag of one month in the customs data*; farm products, to reflect better information from the Canadian Grain Commission on volumes of grain clearances from exporting warehouses during the full calendar month; forest products, to remove elements of freight costs to the United States, which should more appropriately appear in the service account of the balance of payments; other metals and minerals, to reflect changes in non-resident ownership of gold held in Canada; motor vehicles and parts, to remove the tooling and model-launching charges that are included in the value of imported parts; and machinery and equipment, to substitute progress payments in connection with the construction of aircraft and ships and other equipment and tools for a one-time entry coinciding with the actual delivery of the equipment.

* However, starting with the January 1984 data, exports of these products on a customs basis are subsequently shifted back one month.

Annexe

Nouvelles données de Statistique Canada sur le commerce extérieur

Depuis le numéro d'avril 1984, Statistique Canada publie dans «Sommaire du commerce extérieur» des chiffres détaillés des échanges commerciaux en valeur et en prix, qu'on peut directement comparer avec ceux des comptes nationaux des revenus et des dépenses. Actuellement, les données d'une soixantaine de groupes de produits d'exportation ainsi que les totaux de ces données, ventilés par région, sont corrigés des variations saisonnières et mis sur la base de la balance des paiements. Auparavant, seules les données globales des importations et des exportations étaient produites sous cette forme; en effet, les chiffres se rapportant aux groupes de marchandises ne faisaient pas l'objet de ces deux types d'ajustement, tandis que les données réparties par région de l'ensemble des importations et des exportations étaient désaisonnalisées mais n'étaient fournies que sur la base des statistiques douanières, c'est-à-dire qu'elles n'étaient pas mises sur la base de la balance des paiements. De plus, les données désaisonnalisées des importations et des exportations globales sont maintenant produites par agrégation des données désaisonnalisées de leurs composantes. Auparavant, les chiffres globaux étaient désaisonnalisés indépendemment de ceux des composantes.

Les statistiques douanières diffèrent de celles de la balance des paiements par le champ d'observation, le mode d'évaluation et la chronologie des transactions. Les ajustments apportés aux données en fonction des critères de la balance des paiements visent à obtenir des statistiques de la balance commerciale qui soient comparables, sous ces trois aspects, aux chiffres des autres éléments de la balance des paiements; on a donc corrigé les données de plusieurs groupes de marchandises. Du côté des exportations, les données des produits énergétiques ont été modifiées de façon à imputer au dernier mois pour lequel les données sont publiées les expéditions de pétrole brut et de gaz naturel par pipeline et les exportations d'électricité, qui figurent toutes avec un mois de décalage dans les chiffres des douanes*. Des ajustements similaires ont été apportés à d'autres rubriques pour les raisons suivantes : aux produits agricoles, pour tenir compte de la meilleure qualité des renseignements fournis par la Commission canadienne des grains pour un mois civil donné sur le volume des grains passés par les entrepôts d'exportation; aux produits de la forêt, pour soustraire des chiffres les coûts du transport à destination des États-Unis, qu'il convient de comptabiliser au poste des services de la balance des paiements; aux autres métaux et minéraux, pour tenir compte des acquisitions par des non-résidents d'or qui reste au Canada; aux véhicules automobiles et pièces détachées, pour soustraire les frais d'usinage et de lancement des nouveaux modèles, qui sont compris dans la valeur des pièces importées et, enfin, à la machinerie et à l'équipement,

* Toutefois, à partir des données de janvier 1984, les chiffres douaniers des exportations de ces produits sont décalés d'un mois.

Exports

Bank of Canada commodity classification		*Statistics Canada's commodity groupings*
Tables J6 and J8	*Table J6*	
Wheat	Wheat	Wheat
		Wheat flour
Other farm and fish	Other grains	Barley
		Other cereals, unmilled
		Other cereals and preparations
		Rapeseed
	Fish and products	Fish and fish preparations
	Other products	Live animals
		Other crude vegetable products
		Other crude animal products
		Meat and meat preparations
		Other food, feed, beverages and tobacco
		Alcoholic beverages
Crude petroleum	Crude petroleum	Crude petroleum
Natural gas	Natural gas	Natural gas
Other energy products	Coal and other bituminous substances	Coal and other bituminous substances
	Petroleum and coal products	Petroleum and coal products
	Electricity	Electricity
Lumber and sawmill products	Lumber	Lumber
	Other sawmill products	Other crude wood products
		Other wood fabricated products
Pulp and paper	Wood pulp	Wood pulp and similar pulp
	Newsprint	Newsprint paper
	Other paper	Other paper and paperboard
Other metals and minerals	Ores and concentrates	Iron ores, concentrates and scrap
		Copper ores, concentrates and scrap
		Nickel ores, concentrates and scrap
		Zinc ores, concentrates and scrap
		Other ores, concentrates and scrap
	Iron and steel and alloys	Primary iron and steel
		Steel bars, rods, plates, sheets
		Other iron and steel
	Precious metals and alloys	Precious metals and alloys
	Aluminum and alloys	Aluminum and alloys
	Copper and nickel and alloys	Copper and alloys
		Nickel and alloys
	Other metals and alloys	Zinc and alloys
		Other non-ferrous metals and alloys
	Non-metallic minerals	Asbestos
		Other crude non-metallic minerals
		Non-metallic mineral basic products

Imports

Bank of Canada commodity classification		*Statistics Canada's commodity groupings*
Tables J7 and J9	*Table J7*	
Food	Fresh fruits and vegetables	Fresh fruits and berries
		Fresh vegetables
	Other	Corn, shelled
		Sugar and sugar preparations
		Meat and meat preparations
		Fish and marine animals
		Dried fruits, fruits and fruit prep.
		Other vegetables and preparations
		Cocoa, coffee, tea and other food preparation
		Dairy produce, eggs, honey
		Other cereals and cereal prep.
		Beverages
		Tobacco
		Live animals
		Crude animal products
		Crude vegetable products
		Oils, fats, animal and vegetable
		Fodder, feed, excluding unmilled cereals
Crude petroleum	Crude petroleum	Crude petroleum
Other energy products	Coal and other related products	Coal and other related products
	Petroleum and coal products	Petroleum and coal products
Construction materials	Construction materials	Wood fabricated materials
		Non-metallic minerals
Industrial materials	Metals in ores	Metals in ores, concentrates and scrap
	Iron and steel	Steel bars, rods, plates, sheets
		Other iron and steel products
	Precious metals and alloys	Precious metals and alloys
	Other metals and minerals	Other non-ferrous metals and alloys
		Crude non-metallic minerals
	Chemicals and plastics	Organic chemicals
		Plastic materials
		Other chemical and related products
	Cotton, wool, textiles	Cotton
		Wool and man-made fibres
		Textile fabricated materials
	Other	Crude wood products
		Rubber fabricated materials
		Metal fabricated basic products
		Other fabricated materials
Motor vehicles and parts	Vehicles	Passenger autos and chassis
		Trucks and other motor vehicles
	Parts	Motor vehicle parts

Exportations

Classification des marchandises de la Banque du Canada		*Groupes de Statistique Canada*
Tableau J8	*Tableau J6*	
Blé	Blé	Blé
		Farine de blé
Autres produits de l'agriculture et de la pêche	Autres grains	Orge
		Autres céréales, non moulues
		Autres préparations céréalières
		Graine de colza
	Produits de la pêche	Poisson et préparations de poisson
	Autres produits	Animaux vivants
		Autres produits végétaux bruts
		Autres produits bruts d'origine animale
		Viandes et préparations de viandes
		Autres aliments, provendes, boissons et tabac
		Boissons alcooliques
Pétrole brut	Pétrole brut	Pétrole brut
Gaz naturel	Gaz naturel	Gaz naturel
Autres produits énergétiques	Charbon et autres substances bitumineuses	Charbon et substances bitumineuses brutes
	Produits des industries du pétrole et du charbon	Dérivés du pétrole et du charbon
	Électricité	Électricité
Bois d'oeuvre et sciages	Bois d'oeuvre	Bois d'oeuvre
	Autres sciages	Autres matières en bois brutes
		Autres demi-produits en bois
Pâtes et papiers	Pâte de bois	Pâte de bois et pâte similaire
	Papier journal	Papier journal
	Autres types de papier	Autre papier et carton
Autres métaux et minéraux	Minerais et concentrés	Minerais, concentrés et déchets de fer
		Minerais, concentrés et déchets de cuivre
		Minerais, concentrés et déchets de nickel
		Minerais, concentrés et déchets de zinc
		Autres minerais, concentrés et déchets métallifères
	Fer, acier et alliages	Fer et acier primaires
		Barres, tiges, tôles et feuilles d'acier
		Autres fer, acier et alliages
	Métaux précieux et alliages	Métaux précieux et alliages
	Aluminium et alliages	Aluminium y compris alliages

Importations

Classification des marchandises de la Banque du Canada		*Groupes de Statistique Canada*
Tableau J9	*Tableau J7*	
Produits alimentaires	Fruits et légumes frais	Fruits frais et baies
		Légumes frais
	Autres	Blé d'inde (maïs) égrené
		Sucre et préparations à base de sucre
		Viandes et préparations de viandes
		Poisson et animaux marins
		Fruits séchés, fruits et préparations à base de fruits
		Autres légumes et préparations à base de légumes
		Cacao, café, thé et autres préparations alimentaires
		Produits laitiers, oeufs et miel
		Autres céréales et préparations céréalières
		Boissons
		Tabac
		Animaux vivants
		Produits bruts d'origine animale
		Produits végétaux bruts
		Huiles et matières grasses d'origine animale et végétale
		Fourrages, provendes, sauf céréales non moulues
Pétrole brut	Pétrole brut	Pétrole brut
Autres produits énergétiques	Charbon et autres substances bitumineuses	Charbon et autres produits connexes
	Produits des industries du pétrole et du charbon	Dérivés du pétrole et du charbon
Matériaux de construction	Matériaux de construction	Demi-produits en bois
		Minéraux non métalliques
Matières industrielles	Minerais métalliques	Minerais, concentrés et déchets métallifères
	Fer et acier	Barres, tiges, tôles et feuilles d'acier
		Autres produits de fer et d'acier
	Métaux précieux	Métaux précieux et alliages
	Autres métaux	Autres métaux non ferreux et alliages
		Minéraux non métalliques bruts
	Produits chimiques et matières plastiques	Produits chimiques organiques
		Matières plastiques
		Autres produits chimiques et produits connexes
	Coton, laine, textiles	Coton
		Laine et fibres artificielles
		Demi-produits en matières textiles

Exports (cont'd)

Bank of Canada commodity classification		*Statistics Canada's commodity groupings*
Tables J6 and J8	*Table J6*	
Chemicals and fertilizers	Fertilizers	Fertilizers
	Other chemicals	Inorganic chemicals
		Organic chemicals
		Synthetic rubber and plastics
		Other chemical products
Motor vehicles and parts	Vehicles	Passenger autos and chassis
		Trucks and other motor vehicles
	Parts	Motor vehicle parts
Other manufactured goods	Aircraft and parts	Aircraft, engines, parts
	Other transportation equipment	Other transportation equipment
	Agricultural machinery	Agricultural machinery including tractors
	Communications and electronic equipment	Office machines and equipment
		Television, telecommunications equipment
	Industrial machinery	Industrial machinery
	Other equipment and tools	Other equipment and tools
	Other consumer goods	Other consumer goods
	Other industrial goods	Metal fabricated basic products
		Textile fabricated basic products
		Other crude materials — inedible
		Other fabricated materials
		Other end products — inedible
	Other exports	Special transactions, trade
		Unallocated balance of payments adjustments

Imports (cont'd)

Bank of Canada commodity classification		*Statistics Canada's commodity groupings*
Tables J7 and J9	*Table J7*	
Machinery and equipment	Aircraft and parts	Aircraft, engines, parts
	Other transportation equipment	Other transportation equipment
	Agricultural machinery	Agricultural machinery incl. tractors
	Communications and electronic equipment	Office machines and equipment
		Other communications and related equipment
	Industrial machinery	Engines, turbines, motors
		Drilling, mining machinery
		Excavating machinery
		Metalworking machinery
		Other industrial machinery
	Other equipment and tools	Other equipment and tools
Other consumer goods	Other consumer goods	Apparel and apparel accessories
		Footwear
		Printed matter
		Watches, sporting goods and toys
		House furnishings
		Photographic goods
		Televisions, radios, phonographs
		Miscellaneous end products
	Other imports	Special transactions, trade
		Unallocated balance of payments adjustments

Exportations (suite)

Classification des marchandises de la Banque du Canada		*Groupes de Statistique Canada*
Tableau J8	*Tableau J6*	
Autres métaux et minéraux (suite)	Cuivre, nickel et alliages	Cuivre et alliages
		Nickel et alliages
	Autres métaux et alliages	Zinc et alliages
		Autres métaux non ferreux et alliages
	Minéraux non métalliques	Amiante
		Autres minéraux non métalliques bruts
		Produits minéraux non métalliques de base
Produits chimiques et engrais	Engrais	Engrais
	Autres produits chimiques	Produits chimiques inorganiques
		Produits chimiques organiques
		Caoutchouc synthétique et matières plastiques
		Autres produits chimiques
Véhicules automobiles et pièces détachées	Véhicules	Voitures particulières et châssis
		Camions et autres véhicules moteurs
	Pièces détachées	Pièces de véhicules automobiles
Autres produits manufacturés	Aéronefs et pièces détachées	Avions, moteurs d'avions et leurs pièces
		Autre matériel de transport
	Autres types de matériel de transport	Machinerie agricole, y compris tracteurs
	Machinerie agricole	Machines et matériel de bureau
		Téléviseurs, équip. de télécom.
	Matériel électronique et de télécommunications	Machinerie industrielle
	Machines industrielles	Autre matériel et outils
	Autres types d'équipement et outillage	
	Autres biens de consommation	Autres biens de consommation
	Autres produits industriels	Ouvrages de base en métal
		Demi-produits en matières textiles
		Autres matières brutes, non comestibles
		Autres matières travaillées
		Autres produits finis, non comestibles
	Autres exportations	Transactions spéciales commerciales
		Ajustments de la balance des paiements non distribués

Importations (suite)

Classification des marchandises de la Banque du Canada		*Groupes de Statistique Canada*
Tableau J9	*Tableau J7*	
Matières industrielles (suite)	Autres	Matières en bois brutes
		Demi-produits en caoutchouc
		Demi-produits de base en métal
		Autres matières travaillées
Véhicules et pièces détachées	Véhicules	Voitures particulières et châssis
		Camions et autres véhicules moteurs
	Pièces détachées	Pièces de véhicules automobiles
Machinerie et équipement	Aéronefs et pièces détachées	Avions, moteurs d'avions et pièces
	Autres types de matériel de transport	Autre matériel de transport
	Machinerie agricole	Machines agricoles y compris les tracteurs
	Matériel électronique et de télécommunications	Machines et matériel de bureau
		Autre équipement et matériel de télécommunication
	Machines industrielles	Moteurs, turbines, génératrices et moteurs électriques
		Machines de forage et pour mines
		Machines à creuser
		Machines pour le travail des métaux
		Autres machineries industrielles
	Autres types d'équipement et outillage	Autre équipement et outils
Autres biens de consommation	Autres biens de consommation	Vêtements et accessoires vestimentaires
		Chaussures
		Imprimés
		Montres, articles pour sports et jeux
		Fournitures de maison
		Articles photographiques
		Téléviseurs, radios et phonographes
		Divers produits finis
	Autres importations	Transactions spéciales commerciales
		Ajustements de la balance des paiements non distribués

Specific balance of payments adjustments among import groupings are somewhat less widespread than among exports. The bulk of the adjustment has occurred in crude petroleum, industrial materials, motor vehicles and parts, and machinery and equipment. Unallocated balance of payments adjustments, arising out of the reconciliation of Canada-U.S. trade data with those published by the United States, are part of "Other exports" and "Other imports" in the Bank of Canada commodity classification, as are "Special transactions, trade". The latter mainly refers to shipments valued at less than $800 each, contractors' equipment and tools, Canadian exports returned within five years and unclassifiable exports and imports. Unallocated adjustments are negative on the import side and explain the negative sign of "Other imports" in Table J7.

pour substituer les paiements échelonnés faits durant la fabrication des aéronefs, des bateaux et d'autres types de biens d'équipement au paiement global qui est effectué au moment de la livraison effective de l'article concerné.

Les corrections faites exclusivement en fonction des critères de la balance des paiements sont un peu moins fréquentes dans les groupes de produits d'importation que dans ceux des produits d'exportation. L'essentiel de ces modifications concerne le pétrole brut, les matières industrielles, les véhicules et pièces détachées et la machinerie et l'équipement. Les montants non répartis des ajustements de la balance des paiements, qui résultent de la conciliation des données sur les échanges commerciaux entre le Canada et les É.-U. avec les chiffres publiés aux États-Unis, sont compris dans les rubriques «Autres exportations» et «Autres importations» de la classification des marchandises de la Banque du Canada; il en est de même des chiffres de la rubrique «Transactions commerciales spéciales». Dans ce dernier cas, il s'agit principalement d'envois d'une valeur unitaire de moins de 800 dollars, des biens d'équipement et des outils des entreprises de construction, des exportations canadiennes retournées au pays avant cinq ans et des exportations et importations qui ne peuvent être classées à une rubrique précise. Les montants non attribués des ajustements qui se rapportent à des importations sont négatifs et c'est ce qui explique que les chiffres de la rubrique «Autres importations» du Tableau J7 soient affectés d'un signe négatif.

Record of press releases

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

Department of Finance
11 January 1985

Canada renegotiates U.S.$4 billion revolving credit agreement

The Honourable Michael Wilson, Minister of Finance, today announced a number of amendments to the U.S.$4 billion revolving standby credit agreement with international banks that has been in place since 23 June 1978. The amendments have been negotiated with Citibank acting as agent for the syndicate of banks participating in the loan facility.

These amendments will provide Canada with more favourable terms including a reduced commitment fee and more flexible borrowing options which will lower borrowing costs. The maturity of the agreement has also been extended from 23 June 1988 to 10 January 1993.

The commitment fee payable on the unused portion of the line has been reduced from 1/4 of 1 per cent per annum to 1/8 of 1 per cent per annum. This lower commitment fee will result in savings of up to U.S.$5 million per year for the Government of Canada, depending on usage of the facility. The amendments also allow for competitive advances which are expected to reduce Canada's borrowing costs when this credit facility is used. Under this provision members of the syndicate can, at their discretion, bid for participation in a planned borrowing with the competition leading to lower borrowing costs for Canada. The notice period for this type of advance is seven days.

The total amount that may be borrowed by the government remains unchanged at U.S.$4 billion, but the U.S.$500 million limit on the amount that can be borrowed on any one day has been removed. There is also an option to draw funds at a spread of 3/8 of 1 per cent over the Certificate of Deposit (CD) rate for major banks in the New York market in addition to the previous options of drawing funds at the U.S. Prime rate or at the London Interbank Borrowing Offered Rate (LIBOR) plus 1/4 of 1 per cent. Also, these spreads are now available for the first $2 billion of credit instead of the first $1.5 billion. For borrowings over $2 billion the relevant spreads increase by 1/8 of 1 per cent. The notice period for drawings based on Prime, LIBOR and CD rates has been reduced to four days from five.

The revised agreement also permits Canada to borrow up to $1 billion from a subset of the syndicate banks on one day's notice for a maximum term of 14 days. Advances under this "Swing Line" option can at Canada's option, bear interest at the U.S. Prime rate or LIBOR plus 1/8 of 1 per cent, if total borrowings under the credit agreement are less than U.S.$2 billion. If drawings exceed $2 billion, the applicable rates would be U.S. Prime plus 1/8 of 1 per cent or LIBOR plus 1/4 of 1 per cent.

"With these amendments now in place" Mr. Wilson said, "Canada will realize substantial cost savings while at the same time enhance our ability to add U.S. dollar reserves to Canada's exchange fund on short notice."

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.

Ministère des Finances
le 11 janvier 1985

Le Canada renégocie la ligne de crédit renouvelable de $4 milliards É.-U.

L'honorable Michael Wilson, ministre des Finances, a annoncé aujourd'hui un certain nombre de modifications à l'entente comportant une ligne de crédit renouvelable de $4 milliards É.-U. auprès des banques internationales, laquelle est en place depuis le 23 juin 1978. Les modifications ont été négociées avec la Citibank en qualité d'agent du consortium de banques participant au mécanisme d'emprunt.

Ces modifications offrent des modalités plus favorables au Canada, dont une commission d'engagement réduite ainsi que des options d'emprunt plus souples qui réduiront les coûts d'emprunt. L'échéance de l'entente a également été prolongée du 23 juin 1988 au 10 janvier 1993.

La commission d'engagement payable sur la partie inutilisée de la ligne de crédit a été réduite à 1/8 de 1 pour cent de 1/4 de 1 pour cent par an. Cette commission d'engagement réduite permettra au gouvernement du Canada de réaliser une épargne allant jusqu'à $5 milliards É.U. par année, selon l'usage qu'il fera de la ligne. Les modifications permettront également l'octroi d'avances concurrentielles qui devraient réduire les coûts d'emprunt du Canada lors de ses tirages sur la ligne. Cette disposition prévoit que les membres du consortium pourront, à leur gré, faire une offre de participation à un emprunt prévu, la concurrence prenant les devants pour réduire les coûts d'emprunt du Canada. La période de préavis pour ce genre d'avance sera de sept jours.

Le maximum que pourra emprunter le Canada demeure inchangé à $4 milliards É.-U., mais la limite de $500 millions pouvant être empruntés en une seule journée a été éliminée. L'entente prévoit également une option d'emprunt avec un écart de 3/8 de 1 pour cent au-dessus du taux des Certificats de dépôts (C.D.) pour les principales banques du marché de New York, en plus des options précédentes qui permettaient des tirages au taux préférentie américain ou au taux interbancaire de Londres (LIBOR) plus 1/4 de 1 pour cent. En outre, ces écarts sont disponibles pour les premiers $2 milliards de crédit au lieu des premiers $1.5 milliard. Pour les emprunts de plus de $2 milliards, les écarts prévus augmentent de 1/8 de 1 pour cent. Dans le cas des tirages fondés sur le taux préférentiel américain, sur LIBOR ou sur le taux C.D., la période de préavis a été réduite à quatre jours de cinq.

L'entente modifiée permet également au Canada d'emprunter jusqu'à $1 milliard d'un sous-groupe du consortium bancaire sur avis d'un jour pour un terme de 14 jours au plus. Les avances octroyées dans le cadre de cet arrangement dit «Swing Line» pourront, au gré du Canada, porter intérêt au taux préférentiel américain ou au taux LIBOR plus 1/8 de 1 pour cent, si l'encours total sur cette ligne est inférieur à $2 milliards É.-U. Lorsque les tirages excèdent $2 milliards, le taux applicable sera soit le taux préférentiel américain plus 1/8 de 1 pour cent ou le taux LIBOR plus 1/4 de 1 pour cent.

«Ces modifications étant en place, le Canada pourra réduire considérablement ses coûts tout en augmentant sa capacité à ajouter des devises américaines au fonds de changes du Canada à court préavis» a affirmé M. Wilson.

Bank of Canada Review

Revue de la Banque du Canada

February 1985

3 Note on the modification of seasonal adjustment procedures
7 Bilingualism in the Bank of Canada
9 Studies undertaken for the Royal Commission on the Economic Union and Development Prospects for Canada

Charts and statistics
S1 INDEX TO CHARTS
S16 INDEX TO STATISTICAL TABLES
S20 Major financial and economic indicators
S26 Bank of Canada
S30 Chartered banks
S60 Other financial institutions
S78 Financial aggregates
S82 Financial markets
S95 Government of Canada securities markets
S113 General economic statistics
S129 Foreign exchange market and reserves
S133 Balance of payments and external trade
S162 Notes to the tables
S169 Articles and speeches: February 1984 to January 1985
S173 SUBJECT INDEX

Février 1985

3 Remarques sur la modification de la méthode de désaisonnalisation
7 Le Bilinguisme à la Banque du Canada
9 Études effectuées à la demande de la Commission royale sur l'union économique et les perspectives de développement du Canada

Graphiques et tableaux statistiques
S1 LISTE DES GRAPHIQUES
S16 LISTE DES TABLEAUX STATISTIQUES
S20 Principaux indicateurs financiers et économiques
S26 Banque du Canada
S30 Banques à charte
S60 Autres institutions financières
S78 Agrégats financiers
S82 Marchés financiers
S95 Marchés des titres du gouvernement du Canada
S113 Statistiques économiques diverses
S129 Marché des changes et réserves de change
S133 Balance des paiements et commerce extérieur
S162 Notes relatives aux tableaux
S169 Articles et discours : De février 1984 à janvier 1985
S173 INDEX DES SUJETS

This Review is published monthly under the direction of an Editorial Board and responsibility for the editorial content rests with this Board.

Members of the Editorial Board:
Gordon Thiessen, Chairman
Gene Fleet, Editor
William Alexander
Jacques Bussières
Charles Freedman
Paul Jenkins
Tim Noël
Vaughn O'Regan
Donald Stephenson
William White

Cette Revue est publiée mensuellement sous la direction d'un Comité de rédaction, auquel incombe la responsabilité des pages de rédaction.

Membres du Comité de rédaction :
Gordon Thiessen, Président
Gene Fleet, directrice de la rédaction
William Alexander
Jacques Bussières
Charles Freedman
Paul Jenkins
Tim Noël
Vaughn O'Regan
Donald Stephenson
William White

Cover:
Scotland: Alexander III silver penny

Scotland did not have its own coinage until the 12th century. The first denomination struck was a silver penny minted during the reign of David I, 1124-1153. The coin illustrated on the cover was minted more than a century later, during the reign of Alexander III. Alexander III was born at Roxburgh, Scotland on 4 September 1241 and in 1249, when he was seven, he succeeded his father. His reign was a prosperous one, marked by cordial relations with the English. He died accidentally in 1286 at the age of forty-four when the horse he was riding went over a cliff in the darkness.

Alexander produced more coinage than any other Scottish mediaeval monarch. Indeed, eighteen mints were engaged in striking his first coinage. The silver penny illustrated on the cover is part of Alexander's second coinage struck about 1280. Scottish coins closely resemble those of England in general design and quality of silver, and this penny is no exception. There are many similarities between Alexander's coinage and the recoinage of Edward I of England produced in 1279 – for example, the long cross on the reverse. However, unlike the English coins, Alexander's portrait is in profile and his second coinage does not identify the producing mint. Alexander III also introduced the silver half-penny and quarter-penny (farthing) to Scotland. At that time, a silver penny was a good sum of money, enough to purchase a chicken. The penny pictured on the cover is a thin coin about the same diameter as a Canadian one-cent piece and forms part of the National Currency Collection, Bank of Canada. Photography by James Zagon, Ottawa.

Couverture :
Écosse : Penny d'argent d'Alexandre III

Ce n'est qu'au XII[e] siècle que l'Écosse commença à battre sa propre monnaie. La première pièce frappée en Écosse est un penny d'argent émis sous le règne de David I[er] (1124-1153). Le penny illustré sur la page couverture fut monnayé plus d'un siècle après, sous le règne d'Alexandre III. Né à Roxburg en Écosse, le 4 septembre 1241, Alexandre III succéda à son père en 1249, alors qu'il n'avait que sept ans. Sous son règne prospère, l'Écosse entretint des relations cordiales avec l'Angleterre. Alexandre III mourut accidentellement à l'âge de 44 ans, par une nuit de 1286, lorsque son cheval tomba du haut d'une falaise.

Alexandre III fit battre davantage de monnaie que tous les autres monarques écossais du Moyen-Âge. En effet, il fallut faire appel à dix-huit ateliers monétaires pour frapper son premier monnayage. Le penny d'argent reproduit en couverture fait partie du second monnayage, qui date de 1280 environ. Les pièces écossaises sont très semblables aux pièces anglaises, tant pour ce qui est de la conception générale que pour ce qui est de la qualité de l'argent, et ce penny ne fait pas exception. Le monnayage d'Alexandre présente de grandes ressemblances avec le remonnayage d'Édouard I[er] d'Angleterre, frappé en 1279 : citons, à titre d'exemple, la croix longue qui figure au revers des deux séries de pièces. Remarquons toutefois que sur ce penny écossais le souverain est représenté de profil et qu'il n'est fait aucune mention de l'atelier monétaire, contrairement à l'usage sur les pièces d'Angleterre. Alexandre III a également introduit en Écosse le demi-penny en argent et le quart de penny (farthing, ou liard). À l'époque, un penny d'argent était une assez grosse somme puisqu'il permettait d'acheter un poulet. Le penny illustré est une pièce mince, d'un diamètre à peu près identique à celui d'une pièce canadienne d'un cent. Il fait partie de la Collection nationale de monnaies, Banque du Canada. Photographie : James Zagon, Ottawa.

Subscriptions

Canada and the United States: $10.00 per annum; $25.00 for three years. All other countries: $12.00 per annum; $30.00 for three years.

Public Libraries, Libraries of the Government of Canada and of Canadian provincial and municipal governments (including Crown corporations and agencies), Libraries of Canadian and foreign educational institutions: one half of the regular rate.

Subscription rates include the cost of postage.

Reprints of articles are available at a price of $1.00 for 10 copies of any one article. Individual copies of the Review may be obtained at all Bank of Canada Agencies at a price of $1.00 per copy. Remittances should be made payable to the Bank of Canada, collectable in Canadian currency.

Correspondence should be addressed to Bank of Canada Review
Public Information Division
Secretary's Department
Bank of Canada
Ottawa, Canada
K1A 0G9

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

CN ISSN 0045-1460

Abonnements

Canada et États-Unis : 1 an, 10 $; 3 ans, 25 $. Tous autres pays : 1 an, 12 $; 3 ans, 30 $.

Bibliothèques publiques, bibliothèques du gouvernement canadien, des gouvernements provinciaux et municipaux du Canada (y compris celles des sociétés et agences de la Couronne), bibliothèques des établissements d'enseignement au Canada ou à l'étranger : demi-tarif pour les exemplaires expédiés sous un seul pli.

L'abonnement comprend les frais de port.

On pourra se procurer des tirés à part d'articles parus dans la Revue, au prix de 1 $ le paquet de 10 exemplaires d'un même article.

On pourra également se procurer des exemplaires de la Revue à toutes les agences de la Banque du Canada, au prix de 1 $ chacun.

Paiement à l'ordre de la Banque du Canada.

Adresser toute correspondance à : La Revue de la Banque du Canada
Section de l'information
Secrétariat
Banque du Canada
Ottawa, Canada
K1A 0G9

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

CN ISSN 0045-1460

Note on the modification of seasonal adjustment procedures

Beginning this month all seasonally adjusted financial data published in the Bank of Canada Review and the Weekly Financial Statistics have been re-estimated using a revised seasonal adjustment procedure. This procedure, known as the X-11 ARIMA method, was developed at Statistics Canada* and is used in the seasonal adjustment of its economic data. The underlying methodology remains basically the same as the Census Method II X-11 procedure which the Bank had previously used.

The X-11 ARIMA procedure improves the initial estimates of the seasonal factors for the most recent data† yet leaves the seasonal factors on past observations unchanged. As part of the process of estimating seasonal factors, both methods use the same weighted moving average technique in which the earlier and subsequent observations in the time series being adjusted are given smaller weights than the current observation. Near the end of a time series, where sufficient subsequent observations are unavailable, the Census Method II routine is forced to modify its estimation procedure in a manner that places greater than normal weight on the most recent available observations. The initial estimates of the seasonal factors for these observations are therefore not as good statistically as subsequent estimates made after additional years of data become available. What is different about the X-11 ARIMA

* A complete description of the X-11-ARIMA seasonal adjustment process is found in E.B. Dagum, *The X-11-ARIMA Seasonal Adjustment Method*, Cat. 12-564, Statistics Canada, 1983.

† In a short time series, the seasonal factors for the earliest data can also be improved using the procedure.

Questions regarding the seasonal adjustment procedures employed by the Bank of Canada should be addressed to the Department of Monetary and Financial Analysis.

Remarques sur la modification de la méthode de désaisonnalisation

A compter de ce mois, toutes les données financières désaisonnalisées publiées dans la Revue de la Banque du Canada et dans le Bulletin hebdomadaire de statistiques financières seront calculées à l'aide d'une méthode révisée de désaisonnalisation. Cette méthode, dénommée X-11-ARMMI, a été mise au point par Statistique Canada* et sert à la désaisonnalisation des données économiques de cet organisme. La méthodologie retenue est essentiellement celle de la variante X-11 de la méthode II du Bureau de recensement des États-Unis, utilisée jusqu'à présent par la Banque.

La méthode X-11-ARMMI permet d'améliorer les premières estimations des facteurs de désaisonnalisation pour les observations les plus récentes†, mais elle n'a aucune incidence sur les facteurs de désaisonnalisation des observations passées. Dans les deux méthodes, le calcul des facteurs de désaisonnalisation se fait à l'aide de la même technique de moyennes mobiles pondérées, qui affecte, dans les séries chronologiques, les observations précédentes et subséquentes de pondérations plus faibles que la pondération dont est affectée l'observation courante. Vers la fin d'une série chronologique, lorsqu'on ne dispose pas de suffisamment d'observations pour la période qui suit, la méthode II du Bureau de recensement doit modifier sa technique d'estimation de manière à affecter les plus récentes observations d'une pondération supérieure à la normale. Les premières estimations des facteurs de désaisonnalisation de ces observations ne sont donc statistiquement pas aussi valables que les estimations faites par la suite, à l'aide des données observées au cours des années suivantes. Ce qui différencie

* Une description complète de la méthode de désaisonnalisation X-11-ARMMI se trouve dans la publication de Statistique Canada n° 12-564 intitulée : La méthode de désaisonnalisation X-11-ARMMI », par Estela Bee Dagum.

† Dans une série chronologique courte, les facteurs de désaisonnalisation pour les premières données peuvent également être améliorés grâce à cette méthode.

Les questions relatives aux méthodes de désaisonnalisation employées par la Banque du Canada doivent être adressées au département des Études monétaires et financières.

Table I
Tableau I

Comparison of estimates for 1981 seasonal factors on net demand deposits
Comparaison des estimations pour 1981 des facteurs de désaisonnalisation des données des dépôts à vue en chiffres nets

Sample period ending / Période d'échantillonnage se terminant en	1981 / 1981		1982 / 1982		1983 / 1983		1984 / 1984		
	ARIMA ARMMI	Method II Méthode II	ARIMA ARMMI	Method II Méthode II	ARIMA ARMMI	Method II Méthode II	ARIMA ARMMI	Method II Méthode II	
January	100.06	99.51	100.66	99.97	99.84	99.93	99.84	99.85	Janvier
February	97.56	96.95	97.46	97.14	97.54	97.60	97.56	97.58	Février
March	97.09	95.88	97.07	96.75	97.16	97.27	97.40	97.43	Mars
April	97.58	96.63	97.87	97.38	98.13	98.19	98.39	98.39	Avril
May	97.17	96.55	97.82	97.05	97.71	97.55	97.75	97.79	Mai
June	99.43	99.24	99.89	99.61	100.24	100.07	100.26	100.36	Juin
July	101.66	101.85	101.66	101.79	102.16	101.95	102.07	102.16	Juillet
August	102.55	102.92	101.82	102.30	102.12	101.25	101.55	101.14	Août
September	101.76	102.87	100.91	100.86	101.11	101.04	101.07	101.06	Septembre
October	101.83	102.83	100.71	102.03	100.45	100.72	100.54	100.67	Octobre
November	97.93	98.88	97.05	98.53	97.06	97.19	97.00	96.94	Novembre
December	105.10	105.74	106.41	105.43	105.66	105.86	105.63	105.53	Décembre
Root mean squared difference between the seasonal factor estimates for ARIMA and Method II / Moyenne quadratique de la différence entre les estimations des facteurs de désaisonnalisation pour ARMMI et la Méthode II	0.776		0.795		0.154		0.134		
Root mean squared error from the final 1981 factors estimated with sample period ending in 1984 / Racine de l'erreur quadratique moyenne par rapport à l'estimation finale des facteurs pour 1981 obtenue sur la période d'échantillonage se terminant en 1984	0.723	1.411	0.419	0.881	0.199	0.374			
Per cent of total revision completed / Pourcentage des révisions achevées			42	38	73	73	100	100	

NOTE: The seasonal factors in this table do not correspond to the published factors for net demand deposits as the latter are also adjusted for calendar effects.

NOTA : Les facteurs de désaisonnalisation figurant dans ce tableau ne correspondent pas aux facteurs publiés pour les données des dépôts à vue en chiffres nets car ces derniers facteurs ont été corrigés pour tenir compte des effets de calendrier.

The main advantages of X-11 ARIMA over the Census Method II variant are illustrated in the following example using net demand deposits.* Both procedures were applied to the data on these deposits, using time series ending in 1981, 1982, 1983 and 1984 successively. The resulting estimates of the seasonal factors for the year 1981 are compared in the accompanying table. Appreciable differences in the estimates generated by the two procedures are found only for the last three years of sample data (as well as for year-ahead forecasted factors).† The root mean squares of these differences indicate that the divergence between the two initial estimates of the 1981 seasonal factors virtually disappears with the addition of data to 1984. However, the root mean squared error between initial and final 1981 seasonal factor estimates for X-11 ARIMA is only half as large as the corresponding value for the Census Method II procedure. Therefore, X-11 ARIMA has produced better initial estimates of the 1981 seasonal factors for net demand deposits, and has also improved these factors proportionately more with additional years of data.

Pour faire ressortir les principaux avantages que présente X-11-ARMMI par rapport à la variante du Bureau de recensement, ces deux méthodes ont été appliquées à la série chronologique des dépôts à vue en chiffres nets*, en utilisant quatre périodes d'échantillonnage qui se terminent successivement en 1981, 1982, 1983 et 1984. Vous trouverez dans le tableau annexé une comparaison des estimations des facteurs de désaisonnalisation ainsi obtenues pour 1981. Les différences dans les estimations effectuées à l'aide de ces deux méthodes n'apparaissent de façon sensible que pour les trois dernières années de l'échantillon de données (ainsi que pour les facteurs prévus une année à l'avance)†. Les moyennes quadratiques de ces différences indiquent que la divergence entre les deux estimations initiales des facteurs de désaisonnalisation pour 1981 disparaît virtuellement avec l'ajout des données allant jusqu'en 1984. Toutefois, la racine de l'erreur quadratique moyenne entre les premières et les dernières estimations de ces facteurs calculée à l'aide de X-11-ARMMI ne représente que la moitié de la valeur correspondante obtenue au moyen de la méthode II du Bureau de recensement. La méthode X-11-ARMMI a donc produit de meilleures estimations initiales des facteurs de désaisonnalisation pour 1981 des dépôts à vue en chiffres nets et elle a également amélioré ces facteurs dans une plus large proportion au fur et à mesure de l'ajout d'années supplémentaires de données.

modification is that an extrapolation technique* is used to provide additional data by artificially extending the time series. This extended time series is then submitted to the X-11 routine. With the additional data, less weight needs to be placed on the most recent available observations in estimating seasonal factors for that period and, as a result, the initial estimates for these factors are significantly improved.

X-11-ARMMI c'est l'utilisation d'une technique d'extrapolation* pour obtenir des données supplémentaires en prolongeant artificiellement les séries chronologiques. Ces séries prolongées sont alors désaisonnalisées au moyen de la technique X-11. Avec ces données supplémentaires, il n'est plus nécessaire d'accorder une pondération aussi forte aux plus récentes observations lorsqu'on estime les facteurs de désaisonnalisation pour cette période et les estimations initiales de ces facteurs sont donc sensiblement meilleures.

* This technique is a Box-Jenkins seasonal Autoregressive Integrated Moving Average (ARIMA) model, as developed by G.E.P. Box and G.M. Jenkins, *Time Series Analysis Forecasting and Control*, Holden-Day, San Francisco, 1970.

* Cette technique utilise un modèle saisonnier autorégressif à moyennes mobiles intégré (ARMMI) présenté par G.E.P. Box et G.M. Jenkins dans *Time Series Analysis Forecasting and Control*, Holden-Day, San Francisco, 1970.

* Before applying the seasonal adjustment technique to it, this time series was adjusted for postal strikes and calendar effects as well as for the discontinuities arising from changes to the chartered bank statistical reporting system. For greater detail regarding these adjustments, see "Note on the use of the X-11 'Strike Option' in seasonally adjusting demand deposits at Canadian chartered banks", Bank of Canada Review, May 1977; "Note on seasonal adjustment of monthly currency and demand deposit statistics", Bank of Canada Review, March 1979; and, "Technical note: New and revised monetary and credit aggregates", Bank of Canada Review, March 1983.

† Minor differences remain for the earlier years because the X-11 ARIMA method contains improvements over the Census Method II X-11 program with respect to the measurement precision of the components' estimates. The X-11 ARIMA program also utilizes the information from the estimation procedure more efficiently than the Census Method II X-11 in evaluating the quality and reliability of the seasonal factor estimates.

* Avant d'être désaisonnalisée, cette série chronologique a été corrigée afin de tenir compte des grèves des services postaux et des effets du calendrier, ainsi que des ruptures découlant des changements apportés au système de relevés statistiques des banques à charte. Pour plus de détails sur ces corrections, veuillez consulter l'article publié dans la livraison de mai 1977 de la Revue de la Banque du Canada, intitulé « Remarques sur l'utilisation de l'« option grève » du programme X-11 dans la désaisonnalisation des statistiques des dépôts bancaires à vue au Canada » ainsi que l'article publié dans la livraison de mars 1979 de la Revue intitulé « Remarques sur la désaisonnalisation des statistiques mensuelles de la monnaie et des dépôts à vue » et la « Note technique sur les nouveaux agrégats et les agrégats révisés de la monnaie et du crédit » publiée dans la livraison de mars 1983 de la Revue de la Banque du Canada.

† Pour les premières années, quelques différences minimes demeurent, car la méthode X-11-ARMMI permet d'estimer avec plus de précision les composantes que ne le permet la variante X-11 de la méthode II du Bureau de recensement. Le programme X-11-ARMMI utilise également l'information obtenue au cours de l'estimation plus efficacement que ne le fait la variante X-11, lorsqu'il évalue la qualité et la fiabilité des estimations des facteurs de désaisonnalisation.

Studies undertaken for the Royal Commission on the Economic Union and Development Prospects for Canada

Études effectuées à la demande de la Commission royale sur l'union économique et les perspectives de développement du Canada

International Asset Substitutability
Theory and Evidence for Canada

The authors were asked to undertake this study as part of the Economic Research Program of the Royal Commission on the Economic Union and Development Prospects for Canada. The study was prepared by Paul Boothe, Kevin Clinton, Agathe Côté and David Longworth of the International Department of the Bank of Canada. The views expressed are those of the authors; responsibility for them should not be attributed to the Bank of Canada.

* * *

The purpose of this study is twofold. First, the authors set out to establish the areas in which the efficacy of monetary, fiscal and foreign exchange market intervention policy under flexible exchange rates is affected by the degree of international substitutability among financial and real assets. Second, they attempt to determine from the available empirical evidence the degree of substitutability for Canadian assets and the resulting policy implications.

The study is not restricted to one theoretical model. The empirical evidence surveyed (supplemented at times with the authors' own estimates) is taken from estimates of various models.

The findings discussed here are fully consistent with the popular perception that the financial markets of Canada and the United States are closely integrated. The empirical results suggest that the mobility of

Substituabilité internationale des actifs
Théorie et vérification empirique au Canada

Les auteurs ont été invités à entreprendre cette étude dans le cadre du programme de recherches en économie de la Commission royale sur l'union économique et les perspectives de développement du Canada. L'étude a été réalisée par Paul Boothe, Kevin Clinton, Agathe Côté et David Longworth, du département des Relations internationales de la Banque du Canada. Les opinions exprimées dans la présente étude sont celles des auteurs et ne traduisent pas nécessairement le point de vue de la Banque du Canada.

* * *

La présente étude poursuit un double objectif. Premièrement, elle vise à établir les domaines dans lesquels le degré de substituabilité internationale des actifs financiers et réels influence l'efficacité de la politique monétaire, de la politique budgétaire et de la politique d'intervention sur les marchés des changes en régime de changes flottants. Deuxièmement, elle tente de déterminer sur la base des résultats empiriques disponibles le degré de substituabilité des actifs canadiens et les implications de ce dernier en matière de politique économique.

L'étude ne se limite pas à un seul modèle théorique. Les résultats empiriques qui sont passés en revue, complétés de temps à autre par nos propres estimations, proviennent des estimations de différents modèles.

Les conclusions de la présente étude s'accordent parfaitement avec la perception générale selon laquelle les marchés financiers canadien et américain sont étroitement intégrés. Il ressort des résultats empiriques que la mobilité des capitaux entre le Canada et

capital across the Canada-U.S. border is high and that Canadian dollar and U.S. dollar assets are perceived to be close substitutes for one another. Indeed, except over the very short run, it is difficult to reject empirically the hypothesis that short-term Canadian and U.S. financial assets are perfect substitutes.

This high degree of substitutability of financial assets has important implications for the conduct of policy. In particular, the short-run effects of monetary policy on output and prices under flexible exchange rates are heightened, while the effects of fiscal and intervention policy are moderated. For the longer run, the implication is that real interest rates in Canada cannot vary substantially from those in the United States. Fiscal policy can play a useful role in stabilizing economic activity – even in the presence of perfect capital substitutability. Models that deny a short-run role for fiscal policy make extreme assumptions about the way expectations are formed and about wage and price flexibility.

For real capital assets (the stock of business fixed assets as opposed to financial assets) there is no strong evidence in favour of or against the perfect capital mobility hypothesis. The evidence is consistent with very low mobility in the short run and quite high, if not perfect, mobility in the long run. With less than perfect mobility, budget deficits would cause some crowding out of domestic investment as well as some reduction in the balance on current account.

* * *

This publication is available in both official languages. Persons wishing to receive copies should write to: Public Information Division, Secretary's Department, Bank of Canada, Ottawa K1A 0G9, stating language of preference.

les États-Unis est élevée et que les actifs libellés en dollars canadiens et en dollars américains sont perçus comme de proches substituts. De fait, sauf dans le très court terme, il est difficile de rejeter sur une base purement empirique l'hypothèse que les actifs financiers à court terme canadiens et les actifs américains correspondants sont parfaitement substituables.

La forte substituabilité des actifs financiers entraîne d'importantes conséquences pour la conduite des politiques. Par exemple les effets à court terme de la politique monétaire sur la production et les prix en régime de changes flottants sont renforcés, tandis que les effets de la politique budgétaire et d'intervention s'atténuent. Il en résulte qu'à long terme les taux d'intérêt réels au Canada ne peuvent pas s'écarter beaucoup des taux d'intérêt réels américains. Mais, même dans un contexte de substituabilité parfaite des capitaux, la politique budgétaire peut servir à stabiliser l'activité économique. Les modèles qui ne reconnaissent pas à la politique budgétaire au moins un rôle à court terme s'appuient sur des hypothèses trop restrictives concernant la formation des anticipations et la flexibilité des salaires et des prix.

Pour ce qui a trait aux actifs réels, c'est-à-dire les actifs immobilisés des entreprises par opposition aux actifs financiers, aucune preuve tangible ne permet de confirmer ni d'infirmer l'hypothèse de mobilité parfaite des capitaux. Les résultats empiriques indiquent que la mobilité des actifs est très faible à court terme mais assez forte, sinon parfaite, à long terme. Dans un contexte où la mobilité est moins que parfaite, un déficit budgétaire entraînerait l'éviction d'une partie des investissements intérieurs et une diminution du solde de la balance courante.

* * *

L'étude en question est publiée dans les deux langues officielles. Les personnes qui désirent en recevoir des exemplaires doivent écrire à la Section de l'information, Secrétariat, Banque du Canada, Ottawa K1A 0G9, et indiquer la langue dans laquelle elles préfèrent la recevoir.

Charts

S2 Monetary aggregates and fiscal policy
S3 Chartered banks
S4 Interest rates
S6 Government of Canada direct and guaranteed securities outstanding
S7 Financing of governments and business
S8 National accounts
S9 Selected economic indicators
S10 Labour market
S12 Prices
S13 Incomes and costs
S14 External trade
S15 Canadian balance of international payments

Symbols used in the charts
A arithmetic scale
L logarithmic scale

Graphiques

S2 Agrégats monétaires et politique financière
S3 Banques à charte
S4 Taux d'intérêt
S6 Encours des titres émis ou garantis par le gouvernement canadien
S7 Financement des gouvernements et des entreprises
S8 Comptes nationaux
S9 Quelques indicateurs économiques
S10 Marché du travail
S12 Prix
S13 Revenus et coûts
S14 Commerce extérieur
S15 Balance canadienne des paiements

Abréviations utilisées dans les graphiques
A échelle arithmétique
L ordonnées logarithmiques

Bank of Canada Review

Revue de la Banque du Canada

APR 9 1985
BUSINESS

March 1985

3 Press releases

Charts and statistics
S1 INDEX TO CHARTS
S16 INDEX TO STATISTICAL TABLES
S20 Major financial and economic indicators
S26 Bank of Canada
S30 Chartered banks
S60 Other financial institutions
S78 Financial aggregates
S82 Financial markets
S95 Government of Canada securities markets
S113 General economic statistics
S129 Foreign exchange market and reserves
S133 Balance of payments and external trade
S152 Notes to the tables
S159 Articles and speeches:
March 1984 to February 1985
S163 SUBJECT INDEX

Mars 1985

3 Communiqués reproduits à titre documentaire

Graphiques et tableaux statistiques
S1 LISTE DES GRAPHIQUES
S16 LISTE DES TABLEAUX STATISTIQUES
S20 Principaux indicateurs financiers et économiques
S26 Banque du Canada
S30 Banques à charte
S60 Autres institutions financières
S78 Agrégats financiers
S82 Marchés financiers
S95 Marchés des titres du gouvernement du Canada
S113 Statistiques économiques diverses
S129 Marché des changes et réserves de change
S133 Balance des paiements et commerce extérieur
S152 Notes relatives aux tableaux
S159 Articles et discours :
De mars 1984 à février 1985
S163 INDEX DES SUJETS

This Review is published monthly under the direction of an Editorial Board and responsibility for the editorial content rests with this Board.

Members of the Editorial Board:
Gordon Thiessen, Chairman
Gene Fleet, Editor
William Alexander
Jacques Bussières
Charles Freedman
Paul Jenkins
Tim Noël
Vaughn O'Regan
Donald Stephenson
William White

Cette Revue est publiée mensuellement sous la direction d'un Comité de rédaction, auquel incombe la responsabilité des pages de rédaction.

Membres du Comité de rédaction :
Gordon Thiessen, Président
Gene Fleet, directrice de la rédaction
William Alexander
Jacques Bussières
Charles Freedman
Paul Jenkins
Tim Noël
Vaughn O'Regan
Donald Stephenson
William White

Cover:
United States: Five-dollar gold coin

This month's cover features the reverse of a U.S. five-dollar gold piece of the type issued between 1908 and 1929. The design of this coin is a complete departure from all previous U.S. coin types in that there are no raised portions; both design and legend are incuse (sunken).

The suggestion for the incuse design came from Dr. William Sturgis Bigelow, a friend of President Theodore Roosevelt. Bigelow engaged a Boston sculptor named Bela Lyon Pratt to produce the model for the coin. Roosevelt was pleased with the designs, and the 5-dollar and similar 2½-dollar gold coins were struck and entered circulation late in 1908. However, the new coins generated a great deal of unfavourable public comment. Many prominent people complained that the pieces lacked beauty, that they could be easily counterfeited, that they would not stack properly, and even that they would be unhygienic because the below-surface areas would collect dirt. S.H. Chapman, a prominent numismatist, wrote to the U.S. president claiming that the motif resembled the golden eagle rather than the white-headed or bald eagle. He further asserted that the Indian chief on the obverse side looked emaciated and he also iterated the same general complaints about the design.

Despite the continuing controversy about the design, the coins continued to be issued until 1929 when the United States stopped minting 2½- and 5-dollar gold pieces. The 5-dollar coin, roughly the size of a Canadian 5-cent piece, is composed of 90 per cent gold and 10 per cent copper. It forms part of the National Currency Collection, Bank of Canada. Photography by James Zagon, Ottawa.

Couverture :
États-Unis : Pièce de cinq dollars en or

L'illustration reproduite en couverture est le revers d'une pièce d'or américaine de cinq dollars émise entre 1908 et 1929. La conception des pièces de toute la série frappée à cette époque diffère complètement de celle des pièces américaines produites jusque-là; en effet, la légende et le dessin des pièces de cette série n'étaient pas gravés en relief, mais en creux.

C'est à une suggestion d'un ami du président Théodore Roosevelt, M. William Sturgis Bigelow, que l'on doit cette série de pièces incuses. Bigelow demanda à un sculpteur de Boston, du nom de Bela Lyon Pratt, de produire le modèle de la pièce. Satisfait du dessin, Roosevelt fit frapper des pièces de cinq dollars et des pièces similaires de deux dollars et demi, qui furent mises en circulation à la fin de 1908. Les pièces furent mal acceptées du public. De nombreuses personnalités haut placées se plaignirent du manque d'esthétique de ces pièces, de la facilité avec laquelle elles pouvaient être contrefaites, des difficultés qu'on avait à les empiler et enfin des problèmes d'hygiène qu'elles posaient, car la poussière s'accumulait dans les parties en creux. Le numismate de renom S.H. Chapman alla même jusqu'à écrire au président pour lui faire remarquer que l'aigle représenté ressemblait plus à un aigle doré qu'à un aigle à tête blanche. En plus de reprendre à son compte les plaintes déjà formulées, il affirmait également que le visage du chef indien, qui orne l'avers, semblait décharné.

En dépit de cette controverse, les États-Unis continuèrent d'émettre les pièces incuses de deux dollars et demi et de cinq dollars jusqu'en 1929. Celle de cinq dollars est à peu près de la dimension d'une pièce canadienne de cinq cents; elle est faite d'un alliage comportant 90 % d'or et 10 % de cuivre. Elle fait partie de la Collection nationale de monnaies, Banque du Canada. Photographie : James Zagon, Ottawa.

Subscriptions

Canada and the United States: $10.00 per annum; $25.00 for three years. All other countries: $12.00 per annum; $30.00 for three years.

Public Libraries, Libraries of the Government of Canada and of Canadian provincial and municipal governments (including Crown corporations and agencies), Libraries of Canadian and foreign educational institutions: one half of the regular rate.

Subscription rates include the cost of postage.

Reprints of articles are available at a price of $1.00 for 10 copies of any one article. Individual copies of the Review may be obtained at all Bank of Canada Agencies at a price of $1.00 per copy. Remittances should be made payable to the Bank of Canada, collectable in Canadian currency.

Correspondence should be addressed to Bank of Canada Review
Public Information Division
Secretary's Department
Bank of Canada
Ottawa, Canada
K1A 0G9

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

CN ISSN 0045-1460

Abonnements

Canada et États-Unis : 1 an, 10 $; 3 ans, 25 $. Tous autres pays : 1 an, 12 $; 3 ans, 30 $.

Bibliothèques publiques, bibliothèques du gouvernement canadien, des gouvernements provinciaux et municipaux du Canada (y compris celles des sociétés et agences de la Couronne), bibliothèques des établissements d'enseignement au Canada ou à l'étranger : demi-tarif pour les exemplaires expédiés sous un seul pli.

L'abonnement comprend les frais de port.

On pourra se procurer des tirés à part d'articles parus dans la Revue, au prix de 1 $ le paquet de 10 exemplaires d'un même article.

On pourra également se procurer des exemplaires de la Revue à toutes les agences de la Banque du Canada, au prix de 1 $ chacun.

Paiement à l'ordre de la Banque du Canada.

Adresser toute correspondance à : La Revue de la Banque du Canada
Section de l'information
Secrétariat
Banque du Canada
Ottawa, Canada
K1A 0G9

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

CN ISSN 0045-1460

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
21 February 1985

The Bank of Canada announced today that work will begin shortly on the preparation of the site for the construction of a new eleven storey, 200,000 square feet, office building on the northwest corner of Kent and Sparks Streets. The building site has been leased from St. Andrew's Church and the Crown for 75 years.

As indicated in our press release of 24 February 1984 the original project design was acquired from two developers who had planned it in conjunction with the Church. The Bank's involvement arises from its need for space adjacent to its Head Office building to accommodate the growing workload associated with servicing the public debt, managing the note issue and other banking operations. A tunnel under Kent Street will link the new building to the Bank's present building.

It is expected that initially the Bank will occupy only part of the building. Except for 7,000 square feet provided to St. Andrew's Church under the terms of the property lease, the Bank will rent the remaining space to others at commercial rates as it does in the other buildings it owns.

Construction is expected to begin in the spring. Details of the physical structure and an estimate of the final costs will be made available when a construction contract has been awarded.

Bank of Canada
28 February 1985

The average rate for successful bids for 3-month treasury bills at the auction today was 11.27 per cent. The Bank Rate is now 11.52 per cent. Over the last five weeks these rates have risen by 1.86 percentage points.

In the same period the value of the Canadian dollar in terms of the U.S. dollar has declined from 75.52 cents to 72.31 cents, a depreciation of 4.3 per cent. (It reached a low of 71.15 cents earlier this week.) In terms of a trade-weighted index of the currencies of major industrial countries the depreciation has been 3.5 per cent.

The pressure on our financial markets has come from external developments, namely a rise in U.S. interest rates and an extraordinary surge in the value of the U.S. dollar vis-à-vis other currencies. In this situation, the objective of the Bank of Canada has been to mitigate the severity of the impact of these developments on our markets. To attempt to avoid any decline in the exchange rate in this period

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 21 février 1985

La Banque du Canada a annoncé aujourd'hui que les travaux de préparation du terrain en vue de la construction d'un nouvel immeuble à bureaux de onze étages, d'une superficie de 200 000 pieds carrés, commenceront bientôt à l'angle nord-ouest des rues Kent et Sparks. L'emplacement a été loué de l'Église St. Andrew's et de la Couronne pour une durée de 75 ans.

Comme elle l'indiquait dans son communiqué publié le 24 février 1984, la Banque a acquis les droits relatifs au projet original de deux entrepreneurs qui avaient planifié la mise en valeur de l'emplacement de concert avec l'Église. La Banque a décidé de s'engager dans ce projet parce qu'elle a besoin de locaux attenants au complexe du Siège afin de pouvoir faire face à l'accroissement de la charge de travail liée à la gestion de la dette publique, à l'émission de billets de banque et à d'autres opérations bancaires. Un tunnel sous la rue Kent reliera le nouvel immeuble au complexe existant.

Dans un premier temps, la Banque ne prévoit occuper qu'une partie de l'immeuble; elle mettra une surface de 7 000 pieds carrés à la disposition de l'Église St. Andrew's en vertu du bail et louera le reste aux tarifs pratiqués sur le marché, comme elle le fait pour les autres immeubles qui lui appartiennent.

Les travaux de construction devraient débuter au printemps. Les précisions au sujet de la structure de l'immeuble et l'estimation du coût final des travaux seront fournies lorsque le contrat de construction aura été accordé.

Banque du Canada
le 28 février 1985

Le taux de rendement moyen qui ressort de l'adjudication hebdomadaire des bons du Trésor à 3 mois effectuée aujourd'hui est de 11,27 %. Le taux officiel d'escompte se situe donc maintenant à 11,52 %. Au cours des cinq dernières semaines, ces taux ont augmenté de 1,86 point de pourcentage.

Durant la même période, le cours du dollar canadien par rapport au dollar américain est passé de 0,7552 à 0,7231 cent, ce qui représente une dépréciation de 4,3 %. (Le cours le plus bas atteint cette semaine a été de 0,7115 cent.) La dépréciation se chiffre à 3,5 % lorsqu'elle est calculée à l'aide d'un indice des cours des monnaies des principaux pays industriels pondéré sur la base du commerce extérieur.

La pression exercée sur nos marchés financiers est due à des causes externes, à savoir la hausse des taux d'intérêt aux États-Unis et la poussée extraordinaire du dollar américain par rapport aux autres monnaies. Dans cette situation, la Banque du Canada s'est fixé comme objectif d'atténuer l'impact de ces événements sur nos marchés. Toute tentative pour éviter une baisse quelconque du

would have required very much higher interest rates. To attempt to suppress any rise in interest rates would have led to an intolerable fall in the Canadian dollar.

The degree to which the Bank's operations can influence the impact of external developments on the exchange market and the money market is limited by the interaction between these two markets.

Investors in Canadian dollar financial instruments who are concerned about exchange rate depreciation seek compensation in the form of higher Canadian interest rates. This interaction between the exchange market and the money market was illustrated very clearly in recent weekly treasury bill auctions. As the Canadian dollar declined, the rates at which market participants were prepared to bid for bills at those auctions moved well above the average yield for the previous week and sometimes even well above the market levels during the previous few days.

taux de change durant cette période aurait exigé des taux d'intérêt beaucoup plus élevés. Par contre, toute tentative pour empêcher une hausse quelconque des taux d'intérêt aurait entraîné une chute intolérable du dollar canadien.

La mesure dans laquelle les opérations de la Banque peuvent influencer l'incidence que des événements survenus à l'étranger ont sur le marché des changes et le marché monétaire est limitée par l'interaction réciproque entre ces deux marchés. Les investisseurs qui détiennent des avoirs financiers libellés en dollars canadiens et qui sont préoccupés par la dépréciation du dollar canadien cherchent une compensation sous la forme de taux d'intérêt canadiens plus élevés. Les résultats des adjudications hebdomadaires de bons du Trésor tenues durant les dernières semaines illustrent très clairement cette interaction entre le marché des changes et le marché monétaire. À mesure que baissait le cours du dollar canadien, les taux auxquels les participants au marché étaient prêts à acheter des bons du Trésor au cours des adjudications ont augmenté pour se situer bien au-dessus du taux de rendement moyen de la semaine précédente et même parfois bien au-dessus des niveaux atteints sur le marché quelques jours plus tôt.

Department of Finance

6 March 1985

The Honourable Michael Wilson, Minister of Finance, announced today that the Government of Canada has made arrangements to raise funds in the Eurobond market.

The public financing, in the amount of U.S.$500 million, is being offered to investors today. It consists of a single maturity with a term of five years. The notes bear annual interest coupons of 11 1/2 per cent and have been priced at par. The notes are non-callable until maturity on March 22, 1990.

The offering is being placed through an international syndicate of banks and investment dealers headed by Deutsche Bank AG, Credit Suisse First Boston Limited, Orion Royal Bank Limited and Wood Gundy Limited.

In making this announcement, Mr. Wilson noted that part of the proceeds from the new financing will be used to replace funds being applied towards the redemption of a Swiss franc 500 million note issue (about U.S.$170 million) maturing on March 14, 1985. This financing was originally arranged by the Government of Canada in 1979. The balance of the proceeds from the new financing will be added to Canada's official holdings of international reserves.

Ministère des Finances

le 6 mars 1985

Le ministre des Finances, l'honorable Michael Wilson, a annoncé aujourd'hui que le gouvernement du Canada avait arrangé un emprunt sur le marché euro-obligataire.

Le financement public, au montant de E.-U.$500 millions, est offert aux investisseurs à compter d'aujourd'hui. Il est sous forme d'échéance simple comportant un terme de cinq ans. Les billets portent des coupons d'intérêt annuel de 11 1/2 pour cent et le prix a été fixé au pair. Les billets sont non remboursables par anticipation jusqu'à leur échéance le 22 mars 1990.

L'offre est placée par l'entremise d'un consortium de banques et de courtiers en valeurs mobilières dirigé par la Deutsche Bank AG, Crédit Suisse First Boston Limitée, Banque Royale Orion Limitée et Wood Gundy Limitée.

En faisant cette annonce, M. Wilson a précisé qu'une partie du produit de cet emprunt nouveau servira au remplacement de fonds destinés au remboursement d'une émission de billets au montant de 500 millions de francs suisses (environ E.-U.$170 millions) échéant le 14 mars 1985. Cet emprunt avait été arrangé par le Canada en 1979. La balance du produit de cette offre nouvelle sera ajoutée à l'encours des réserves officielles de liquidités internationales du Canada.

Charts

S2 Monetary aggregates and fiscal policy
S3 Chartered banks
S4 Interest rates
S6 Government of Canada direct and guaranteed securities outstanding
S7 Financing of governments and business
S8 National accounts
S9 Selected economic indicators
S10 Labour market
S12 Prices
S13 Incomes and costs
S14 External trade
S15 Canadian balance of international payments

Symbols used in the charts
A arithmetic scale
L logarithmic scale

Graphiques

S2 Agrégats monétaires et politique financière
S3 Banques à charte
S4 Taux d'intérêt
S6 Encours des titres émis ou garantis par le gouvernement canadien
S7 Financement des gouvernements et des entreprises
S8 Comptes nationaux
S9 Quelques indicateurs économiques
S10 Marché du travail
S12 Prix
S13 Revenus et coûts
S14 Commerce extérieur
S15 Balance canadienne des paiements

Abréviations utilisées dans les graphiques
A échelle arithmétique
L ordonnées logarithmiques

Bank of Canada Review

Revue de la Banque du Canada

April 1985

3 Patterns of borrowing and lending during 1984
19 Statement by John W. Crow on a circulating dollar coin
24 Press releases

Charts and statistics
S1 INDEX TO CHARTS
S16 INDEX TO STATISTICAL TABLES
S20 Major financial and economic indicators
S26 Bank of Canada
S30 Chartered banks
S60 Other financial institutions
S78 Financial aggregates
S82 Financial markets
S95 Government of Canada securities markets
S113 General economic statistics
S129 Foreign exchange market and reserves
S133 Balance of payments and external trade
S150 Notes to the tables
S157 Articles and speeches:
April 1984 to March 1985
S161 SUBJECT INDEX

Avril 1985

3 L'évolution des flux de crédit en 1984
19 Déclaration faite par John W. Crow sur l'émission d'une pièce de monnaie de 1 dollar
24 Communiqués reproduits à titre documentaire

Graphiques et tableaux statistiques
S1 LISTE DES GRAPHIQUES
S16 LISTE DES TABLEAUX STATISTIQUES
S20 Principaux indicateurs financiers et économiques
S26 Banque du Canada
S30 Banques à charte
S60 Autres institutions financières
S78 Agrégats financiers
S82 Marchés financiers
S95 Marchés des titres du gouvernement du Canada
S113 Statistiques économiques diverses
S129 Marché des changes et réserves de change
S133 Balance des paiements et commerce extérieur
S150 Notes relatives aux tableaux
S157 Articles et discours :
De avril 1984 à mars 1985
S161 INDEX DES SUJETS

This Review is published monthly under the direction of an Editorial Board and responsibility for the editorial content rests with this Board.

Members of the Editorial Board:
Gordon Thiessen, Chairman
Gene Fleet, Editor
William Alexander
Jacques Bussières
Charles Freedman
Paul Jenkins
Tim Noël
Vaughn O'Regan
Donald Stephenson
William White

Cette Revue est publiée mensuellement sous la direction d'un Comité de rédaction, auquel incombe la responsabilité des pages de rédaction.

Membres du Comité de rédaction :
Gordon Thiessen, Président
Gene Fleet, directrice de la rédaction
William Alexander
Jacques Bussières
Charles Freedman
Paul Jenkins
Tim Noël
Vaughn O'Regan
Donald Stephenson
William White

Cover:

Canada: Copper Token,
Red River and Assiniboine Bridge Co.

Many early Canadian companies and concerns have long since disappeared, leaving behind only the smallest physical indication of their existence or of the nature of their business. The Red River and Assiniboine Bridge Company of Winnipeg is an excellent case in point.

Although information is sketchy, this company apparently operated a passage service across the Red River in the late nineteenth century. Those using the service were required to pay a toll ranging from 2¢ to 20¢ depending upon their mode of transportation. To facilitate payment, the company issued two series of passenger tokens. The first were among the earliest transportation tokens in Manitoba. They were crudely manufactured in brass or copper and hand-cut into an irregular shape with an abbreviation of the company's name and the denomination hand-punched onto the surface. These tokens were superseded by a series dated 1898, which featured finer workmanship and was manufactured for the exclusive use of passengers travelling on foot. Apparently, customers using other forms of transportation were required to pay cash.

The token featured on this month's cover is from the second series. About the size of a current Canadian fifty-cent piece, it bears the name of the company with a facsimile signature of its president, Mr. C. Chapman, on one side, and the denomination, date, and type of usage on the other. The illustrated token is the only known example in copper – all other specimens are made of aluminum.

This token forms part of the National Currency Collection, Bank of Canada. Photography by James Zagon, Ottawa.

Couverture :

Canada : Jeton de cuivre, Red River and Assiniboine Bridge Co.

Un grand nombre des toutes premières compagnies et entreprises canadiennes sont disparues depuis longtemps, ne laissant que très peu de traces pouvant rendre compte de leur existence ou nous renseigner sur la nature de leurs activités. La Red River and Assiniboine Bridge Company de Winnipeg en est un bon exemple.

Cette compagnie, dont on sait fort peu de choses, aurait exploité un service de traversiers sur la rivière Rouge vers la fin du XIX^e siècle. Ceux qui désiraient faire la traversée devaient payer entre 2 et 20 cents selon leur mode de transport. Pour faciliter les opérations, la compagnie émit deux séries de jetons de passage. Les jetons de la première série comptent parmi les plus anciens utilisés au Manitoba par des entreprises de transport. De fabrication grossière, ces jetons étaient faits en laiton ou en cuivre et découpés à la main, ce qui explique leur forme irrégulière; le nom abrégé de la compagnie et la valeur de la pièce y étaient apposés manuellement à l'aide d'un poinçon. Ils furent supplantés par les pièces d'une deuxième série, au millésime de 1898, qui étaient mieux ouvrées et servaient uniquement aux piétons. Les autres voyageurs devaient apparemment payer leur passage comptant.

Le jeton reproduit sur la page couverture appartient à la seconde série. Sa taille est à peu près identique à celle de l'actuelle pièce de cinquante cents canadienne; à l'avers, on peut voir le nom de la compagnie émettrice et un fac-similé de la signature du président de celle-ci, C. Chapman, et au revers la valeur, le millésime et l'utilisation du jeton. Celui-ci est le seul spécimen connu de cette série qui soit en cuivre, tous les autres étant faits d'aluminium.

Ce jeton fait partie de la Collection nationale de monnaies, Banque du Canada. Photographie : James Zagon, Ottawa.

Subscriptions

Canada and the United States: $10.00 per annum; $25.00 for three years. All other countries: $12.00 per annum; $30.00 for three years.

Public Libraries, Libraries of the Government of Canada and of Canadian provincial and municipal governments (including Crown corporations and agencies), Libraries of Canadian and foreign educational institutions: one half of the regular rate.

Subscription rates include the cost of postage.

Reprints of articles are available at a price of $1.00 for 10 copies of any one article. Individual copies of the Review may be obtained at all Bank of Canada Agencies at a price of $1.00 per copy. Remittances should be made payable to the Bank of Canada, collectable in Canadian currency.

Correspondence should be addressed to Bank of Canada Review
Public Information Division
Secretary's Department
Bank of Canada
Ottawa, Canada
K1A 0G9

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

CN ISSN 0045-1460

Abonnements

Canada et États-Unis : 1 an, 10 $; 3 ans, 25 $. Tous autres pays : 1 an, 12 $; 3 ans, 30 $.

Bibliothèques publiques, bibliothèques du gouvernement canadien, des gouvernements provinciaux et municipaux du Canada (y compris celles des sociétés et agences de la Couronne), bibliothèques des établissements d'enseignement au Canada ou à l'étranger : demi-tarif pour les exemplaires expédiés sous un seul pli.

L'abonnement comprend les frais de port.

On pourra se procurer des tirés à part d'articles parus dans la Revue, au prix de 1 $ le paquet de 10 exemplaires d'un même article.

On pourra également se procurer des exemplaires de la Revue à toutes les agences de la Banque du Canada, au prix de 1 $ chacun.

Paiement à l'ordre de la Banque du Canada.

Adresser toute correspondance à : La Revue de la Banque du Canada
Section de l'information
Secrétariat
Banque du Canada
Ottawa, Canada
K1A 0G9

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

CN ISSN 0045-1460

Patterns of borrowing and lending during 1984

L'évolution des flux de crédit en 1984

Credit demands of major non-financial borrowers rose more rapidly in 1984 than in the previous two years. This pickup originated mostly in private sector borrowing, which grew at a somewhat faster pace than GNP in 1984 and was concentrated in business and consumer loans. Nevertheless, the pattern of private sector borrowing continued to reflect the restructuring of business balance sheets that has been under way since 1982, as well as the cautious approach of both businesses and households towards indebtedness. The public sector was again the major borrower in 1984, although the ratios of public financing to total borrowing and also to GNP were slightly lower than their levels in 1982 and 1983. Through the year, most borrowers, with the exception of the federal government, reduced their long-term debt issues. Intermediation activity by deposit-taking institutions, primarily the chartered banks, continued to recover from the major drop experienced in 1982.

Financing by businesses, households and governments

In response to the continuing expansion in economic activity, growth in total demand for credit accelerated in 1984, despite higher average interest rates than in 1983 (Table I and Chart I). Total financing relative to GNP rose from 13.5 per cent in 1983 to 15.3 per cent in 1984 but these figures remain well below the average of more than 20 per cent observed in the 1975-81 period. In fact, the 1984 recovery in credit demand was moderated by the continuing efforts of non-financial businesses and

This article was prepared in the Department of Monetary and Financial Analysis by Jean-François Fillion.

Le flux des crédits obtenus par les principaux agents économiques non financiers a augmenté à un rythme plus rapide en 1984 qu'au cours des deux années précédentes. Les emprunts du secteur privé se sont accrus en 1984 à un taux supérieur à celui du PNB et cette croissance s'est surtout manifestée aux chapitres du crédit commercial et du crédit à la consommation. Cependant, l'évolution du financement octroyé au secteur privé a continué de refléter les profondes modifications observées depuis 1982 dans la structure de l'endettement des entreprises ainsi que l'attitude prudente adoptée par les entreprises et les ménages vis-à-vis du crédit. En 1984, le secteur public est demeuré le principal emprunteur, bien que la proportion de ses emprunts au financement total et au PNB ait légèrement diminué comparativement aux niveaux de 1982 et de 1983. Au cours de l'année, la majorité des emprunteurs, à l'exception du gouvernement fédéral, ont réduit leurs émissions de titres à long terme. Après l'important ralentissement observé en 1982, les opérations d'intermédiation réalisées par les institutions financières de dépôt ont poursuivi la remontée amorcée en 1983 et ce sont les banques à charte qui ont le plus bénéficié de l'accroissement de cette activité.

Financement obtenu par les entreprises, les ménages et les gouvernements

Favorisée par la croissance sensible et continuelle de l'activité économique, la demande de crédit s'est accrue en 1984 même si les taux d'intérêt ont été en moyenne plus élevés qu'en 1983 (voir Tableau I et Graphique I). La proportion du financement total par rapport au PNB, qui était de 13,5 % en 1983, est passée à 15,3 % en 1984. Ces ratios demeurent cependant bien en deçà du niveau moyen de plus de 20 % enregistré entre 1975 et 1981. En fait, le redressement observé en 1984 a été atténué par les efforts que

Cet article a été rédigé au département des Études monétaires et financières par Jean-François Fillion.

Table I
Tableau I

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

Billions of dollars **En milliards de dollars**

	1981 1981	1982 1982	1983 1983	1984 1984	1983 I	1983 II	1984 I	1984 II
FUNDS RAISED								
Non-financial business	41.0	14.0	3.7	15.8E	2.3	1.4	9.2	6.6E
Mortgage borrowers [1]	3.1	1.2	7.5	6.1E	3.4	4.1	4.5E	1.7E
Consumer credit	2.6	−1.3	1.8	4.8E	0.7	1.1	2.1E	2.6E
Total private sector borrowing	46.8	13.9	12.9	26.8E	6.4	6.5	15.8E	10.9E
Provinces and municipalities [2]	14.6	17.9	13.8	11.5	7.1	6.6	5.0	6.5
Government of Canada [3]	11.5	18.0	26.1	26.3	9.0	17.2	9.5	16.8
Total public sector borrowing	26.1	36.0	39.9	37.8	16.1	23.8	14.5	23.3
Total	72.9	49.9	52.8	64.5E	22.5	30.3	30.3E	34.2E
TYPES OF FINANCING								
Loans and mortgages								
Chartered banks (including mortgage subsidiaries and foreign bank affiliates)	36.8	−2.2	−5.7	9.6	−4.8	−0.9	5.9	3.7
Other domestic financial institutions	1.1	−0.9	5.8	7.3E	2.3	3.5	4.6E	2.7E
Canadian dollar marketable securities								
Treasury bills and short-term paper	2.1	12.8	16.1	12.2	10.5	5.5	9.7	2.6
Bonds [4]	10.7	12.8	15.4	16.6	8.6	6.8	6.0	10.6
Stocks [4]	5.1	5.9	7.1	4.1	2.7	4.3	1.5	2.5
Foreign currency securities [5]	9.0	10.1	5.8	5.2	3.0	2.8	2.6	2.6
Syndicated loans from foreign banks	2.2	1.6	−0.3	0.8	0.2	−0.5	0.7	0.1
Direct investment from abroad	−4.4	−0.9	0.2	2.4	0.2	0.0	1.3	1.1
Canada Savings Bonds	8.1	8.0	6.1	3.8	−1.6	7.7	−3.6	7.4
Provincial and municipal securities purchased with Canada Pension Plan funds	2.2	2.7	2.3	2.4	1.3	1.0	1.5	0.9
Total	72.9	49.9	52.8	64.5E	22.5	30.3	30.3E	34.2E
SOURCES OF FUNDS								
Banking sector	41.5	−1.9	1.9	11.9	0.0	1.8	5.6	6.3
Other domestic financial institutions								
Contractual savings institutions [6]	11.2	11.7	13.4	17.3E	7.0	6.4	8.4E	8.8E
Other	1.3	3.5	12.7	10.9E	7.0	5.8	5.3	5.6E
Non-residents	7.6	11.0	6.8	12.4	3.2	3.6	7.5	4.9
Non-financial public [7] (residual)	11.2	25.6	18.0	12.1E	5.3	12.8	3.5E	8.6E
Total	72.9	49.9	52.8	64.5E	22.5	30.3	30.3E	34.2E

FINANCEMENT OBTENU

Entreprises non financières
Emprunteurs hypothécaires [1]
Crédit à la consommation

Ensemble du secteur privé

Provinces et municipalités [2]
Gouvernement canadien [3]

Ensemble du secteur public

Total

FORMES DE FINANCEMENT

Prêts et crédit hypothécaire
Banques à charte (y compris leurs filiales hypothécaires et les sociétés affiliées à des banques étrangères)
Autres institutions financières canadiennes

Titres négociables libellés en dollars canadiens
Bons du Trésor et papier à court terme
Obligations [4]
Actions [4]

Titres en monnaies étrangères [5]
Prêts consortiaux de banques étrangères

Investissements directs des non-résidents

Obligations d'épargne du Canada
Titres de provinces ou de municipalités achetés avec des fonds du Régime de pensions du Canada

Total

PROVENANCE

Secteur bancaire

Autres institutions financières canadiennes
Institutions d'épargne contractuelle [6]
Autres

Non-résidents

Secteur non financier [7] (calculé par différence)

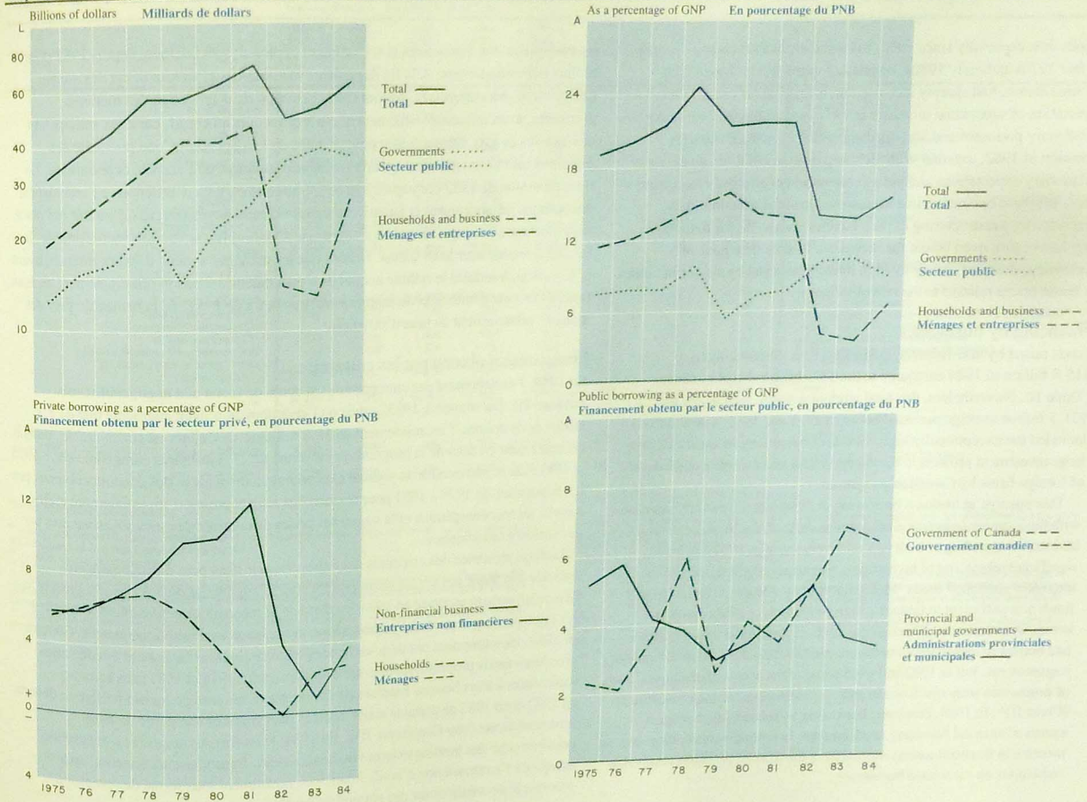
Total

[1] These are principally mortgages secured by residential property. The figures exclude net mortgage lending by governments and their agencies, which is reflected in the financing requirements of the respective governments.
[2] Loans from the Government of Canada are excluded.
[3] Excludes temporary 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 foreign currency issues placed in Canada.
[5] Includes Canadian dollar issues placed abroad.
[6] Life insurance companies and pension funds.
[7] Includes Canada Pension Plan and Quebec Pension Plan.

[1] Il s'agit principalement ici de prêts hypothécaires garantis par des logements. Non compris le montant net des prêts hypothécaires consentis par les gouvernements ou leurs agences, lequel figure dans les besoins de financement des administrations intéressées.
[2] Les emprunts obtenus du gouvernement canadien en sont exclus.
[3] Non compris les opérations temporaires de swap entre la Banque du Canada et le Fonds des changes. Ces chiffres ne constituent pas des indicateurs des besoins de trésorerie du gouvernement canadien.
[4] Y compris les titres en monnaies étrangères placés au Canada.
[5] Y compris les émissions en dollars canadiens placées sur les marchés étrangers.
[6] Les compagnies d'assurance-vie et les caisses de retraite.
[7] Y compris le Régime de pensions du Canada et le Régime des rentes du Québec.

Chart I
Graphique I

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



households, especially since 1982, to limit their indebtedness. Through the late 1970s and early 1980s, businesses, particularly those in the resource sector, had sharply increased their demand for credit in the expectation of substantial increases in their product prices, continuing inflationary pressures and sustained economic growth. The severe recession of 1982, together with the sharp drop in inflation, an easing of inflationary expectations and yet a continuation of relatively high interest rates, left these businesses in a vulnerable financial situation, thus necessitating a restructuring of their balance sheets. As for households, they had begun, even before the recession, to slow their pace of borrowing, deterred mainly by high interest rates and by slower increases in house prices relative to the rate of inflation.

Financing by businesses

Funds raised by non-financial businesses rose substantially to $15.8 billion in 1984 compared to the $3.7 billion raised in 1983 (Table II). Nevertheless, this total amount was still well below the $21.5 billion average recorded between 1975 and 1981, a period that included the exceptionally high volume of borrowing by businesses for large investment projects in the energy sector and the wave of takeovers of foreign firms by Canadian companies.

This upsurge in business borrowing in 1984 was not directly associated with the increase in business investment. Indeed, the increase in total investment spending, which was relatively small in 1984 despite the significant rebuilding of inventories, was almost equal to the rise in internally generated funds. Moreover, the level of internally generated funds was sufficient to finance a high proportion of total capital and inventory investment. Through the 1976-81 period the business sector had borrowed larger amounts than needed to meet their external financing requirements, but in 1982 and 1983 some of the accumulated liquid assets of businesses were run down in order to finance part of their investments (Chart II)*. In 1984, however, borrowing by businesses was again in excess of external financing requirements. In several sectors, there was an increase in financial assets, especially in the form of accounts receivable and claims on associated businesses.

* External financing requirements by business are calculated as the difference between investments in fixed capital and inventories, and internally generated funds in the form of retained earnings, inventory valuation adjustments, capital assistance and capital consumption allowances.

les entreprises non financières et les ménages déploient spécialement depuis 1982 pour limiter leur endettement. A la fin des années soixante-dix et au tout début des années quatre-vingt, les entreprises, surtout celles oeuvrant dans le secteur des matières premières, avaient considérablement accru leur recours au crédit, car elles anticipaient des hausses de prix substantielles pour certains de leurs produits, une poursuite des pressions inflationnistes ainsi qu'une croissance soutenue de l'activité économique. La forte récession de 1982 conjuguée à la baisse abrupte du taux d'inflation, à l'atténuation des attentes inflationnistes et aux niveaux relativement élevés des taux d'intérêt ont placé ces entreprises ainsi que les ménages dans une situation financière très inconfortable, les forçant à restructurer leurs bilans. Notons que les ménages avaient déjà commencé, avant la récession, à réduire le rythme auquel ils s'endettaient, en raison principalement du haut niveau des taux d'intérêt et du ralentissement, à la fin de 1981, de la hausse du prix des maisons relativement au taux d'inflation.

Financement obtenu par les entreprises

En 1984, l'endettement des entreprises s'est accru de façon non négligeable (voir Tableau II). Par rapport à 1983, année où l'endettement n'avait augmenté que de 3,7 milliards de dollars, l'accroissement de 15,8 milliards de dollars est considérable, mais il demeure bien en deçà de la progression moyenne de 21,5 milliards enregistrée entre 1975 et 1981. On se souviendra du volume exceptionnellement élevé des concours obtenus par les entreprises de 1979 à 1981 pour financer les grands projets d'investissement réalisés dans le secteur énergétique et la vague des prises de contrôle des sociétés étrangères par des sociétés canadiennes.

La forte remontée des emprunts des entreprises en 1984 peut difficilement être associée à la tenue des investissements. En effet, l'augmentation des investissements, qui a été relativement modeste en 1984, en dépit de la reconstitution sensible des stocks, a été à peu près équivalente à l'augmentation des ressources d'autofinancement. Comme en 1983, les entreprises ont donc eu la possibilité de financer largement ces dépenses avec leurs fonds propres. Après avoir emprunté, entre 1976 et 1981, des sommes supérieures à leurs besoins externes de financement, les entreprises ont préféré se départir en 1982 et en 1983 de certains actifs liquides pour financer une partie de leurs investissements (voir Graphique II)*. En 1984, le chiffre des emprunts a dépassé de nouveau celui des besoins externes de financement. Dans plusieurs secteurs, on a enregistré l'accumulation d'actifs financiers, notamment sous forme de comptes à recevoir et de créances sur des entreprises associées.

* Les besoins externes de financement des entreprises sont définis par la différence entre leurs investissements sous forme de capital fixe et de stocks, d'une part, et leurs ressources d'autofinancement, sous forme de bénéfices non répartis, d'ajustements de la valeur des stocks, de subventions d'équipement et de provisions pour amortissement de capital, d'autre part.

Table II
Tableau II

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

Millions of dollars En millions de dollars

	1981 1981	1982 1982	1983 1983	1984 1984	1983 1983 I I	1983 1983 II II	1984 1984 I I	1984 1984 II II
NET NEW ISSUES								
Bonds[1]								
Canadian dollar[2]	1,206	874	1,170	1,346	824	346	421	925
Foreign currency	2,900	3,003	934	1,053	667	267	502	552
Stocks								
Common	2,607	3,409	6,172	2,241	2,635	3,537	1,109	1,132
Preferred[3]	2,647	2,551	1,521	1,956	291	1,230	525	1,431
Commercial paper	414	66	750	879	882	−132	740	140
Bankers' acceptances	1,226	6,056	1,307	28	2,100	−793	1,180	−1,152
Total	10,999	15,959	11,854	7,504	7,398	4,455	4,477	3,027
INCREASE IN LOANS								
Chartered banks[4]	32,113	−1,566	−8,565	4,234	−5,529	−3,036	2,148	2,086
Sales finance companies	−1,853	−873	−730	731	−390	−340	694	36
Non-residential mortgages at other institutions[5]	1,835	−206	1,406	1,521E	531	874	891	630E
Federal Business Development Bank	−53	−118	−228	−95	−113	−115	−75	−20
Syndicated loans of foreign banks located abroad	2,397	1,731	−277	−426	183	−460	−207	−219
Total	34,439	−1,033	−8,395	5,965	−5,318	−3,077	3,452	2,513E
DIRECT INVESTMENT FROM ABROAD	−4,400	−900	200	2,380	225	−25	1,300	1,080
TOTAL FUNDS RAISED	41,038	14,026	3,659	15,849E	2,305	1,354	9,229	6,620E

ÉMISSIONS NETTES	
Obligations[1]	
En dollars canadiens[2]	
En monnaies étrangères	
Actions	
Ordinaires	
Privilégiées[3]	
Papier commercial	
Acceptations bancaires	
Total	
AUGMENTATION DES EMPRUNTS	
Banques à charte[4]	
Sociétés de financement	
Prêts hypothécaires autres que les prêts à l'habitation octroyés par d'autres institutions[5]	
Banque fédérale de développement	
Prêts consortiaux de banques étrangères établies à l'étranger	
Total	
INVESTISSEMENTS DIRECTS DE NON-RESIDENTS	
ENSEMBLE DU FINANCEMENT	

*Includes agriculture and institutions.

(1) Canadian dollar issues placed abroad are included with foreign currency bonds and foreign currency issues placed in Canada are included with Canadian dollar bonds.
(2) Includes income debenture bonds.
(3) Includes term preferred shares.
(4) Total business loans plus foreign currency loans to residents other than the federal government. These data also include loans made by institutions affiliated with foreign banks, most of which became chartered banks in the last half of 1981 and the first half of 1982.
(5) Includes trust and mortgage loan companies (excluding bank mortgage subsidiaries), credit unions and caisses populaires, life insurance companies, investment funds and real estate investment trusts.

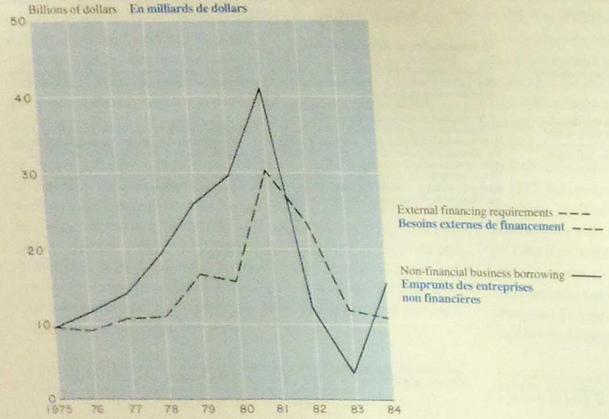
*Y compris le secteur agricole et les institutions.

(1) Les émissions en dollars canadiens placées à l'étranger sont groupées avec les obligations en monnaies étrangères; de même, les émissions en monnaies étrangères placées au Canada sont groupées avec les obligations en dollars canadiens.
(2) Y compris les obligations à intérêt conditionnel.
(3) Y compris les actions à terme privilégiées.
(4) Ensemble des prêts aux entreprises et des prêts en monnaies étrangères à des résidents autres que le gouvernement canadien. Ces données comprennent aussi les prêts octroyés par les institutions affiliées à des banques étrangères, dont la plupart ont obtenu le statut de banque à charte au dernier semestre de 1981 ou au premier semestre de 1982.
(5) Comprend les sociétés de fiducie ou de prêt hypothécaire (à l'exclusion des filiales hypothécaires des banques), les crédit unions et les caisses populaires, les compagnies d'assurance-vie, les sociétés de placement et les fiducies de placement immobilier.

The increase in business credit demand in 1984 was met by a pickup in short-term financing, especially in bank loans which had declined over the previous two years (Chart III). Financing through common share issues was considerably lower in 1984, while bond issues increased only slightly. At the end of the 1970s and in the early 1980s, business financing had been largely through short-term loans so that businesses were vulnerable to the subsequent rise in interest rates. Furthermore, the extensive recourse to credit through this period had considerably raised the ratio of debt to shareholders' equity, which peaked at the end of 1982. With the drop in income and the rise in carrying costs in 1982, businesses sharply reduced their short-term borrowing and began to restructure their liabilities. Given the increase in retained earnings in 1983, the receptiveness of the stock market and the relatively low level of interest

L'augmentation des emprunts des entreprises en 1984 est associée à la reprise des emprunts à court terme, en particulier des prêts bancaires obtenus, lesquels avaient diminué au cours des deux dernières années (voir Graphique III). Les émissions d'actions ordinaires ont considérablement diminué en 1984 tandis que les émissions d'obligations n'ont que légèrement augmenté. A la fin des années soixante-dix et au début des années quatre-vingt, le financement était constitué en grande partie d'emprunts à court terme, de sorte que les entreprises étaient très exposées à l'augmentation des taux d'intérêt. De plus, l'utilisation massive du crédit avait provoqué une hausse considérable du ratio de la dette à l'avoir des actionnaires, lequel avait atteint un sommet à la fin de 1982. Depuis la chute des revenus et la hausse des coûts d'intérêts observées en 1982, les entreprises ont considérablement limité leurs emprunts à court terme et ont commencé à modifier la structure de leur passif. En 1983, dans le contexte de l'augmentation des bénéfices non distribués, de la bonne tenue du marché boursier et du niveau relativement

Chart II Non-financial business borrowing and external financing requirements
Graphique II Emprunts des entreprises non financières et besoins externes de financement



rates compared with the year before, businesses began to pay down short-term loans, raising funds instead through issues of common shares and, to a lesser extent, of long-term bonds. As restructuring continued in 1984, the ratio of debt to shareholders' equity fell further and is now at a much lower level than in 1981 and 1982. The restructuring process in 1984, however, was at a somewhat slower pace because of the weaker tone of the stock market*, which deterred businesses from issuing share capital, especially common shares. In contrast to the decline in common share issues, more preferred shares were issued, often with new, more attractive features. Generally, in 1984, because of this slowdown in stock

* The Toronto Stock Exchange Composite Index fell by more than 400 points during the first seven months of the year and regained about 250 points between August and December.

bas des taux d'intérêt par rapport à 1982, la stratégie des entreprises consistait à rembourser les emprunts à court terme au profit d'une augmentation des émissions d'actions ordinaires et, dans une moindre mesure, des émissions d'obligations à long terme. Au cours de 1984, les entreprises ont poursuivi la restructuration de leur bilan; le ratio de la dette à l'avoir des actionnaires a continué de diminuer pour s'établir à un niveau sensiblement plus bas que celui observé en 1981 et 1982. Cependant, ce processus de restructuration a été quelque peu ralenti en 1984 par la faiblesse du marché boursier*, ce qui a forcé les entreprises à réduire l'ensemble de leurs émissions d'actions. Malgré cette baisse, elles ont émis plus d'actions privilégiées dont certaines avaient de nouvelles caractéristiques. D'une façon générale, le ralentissement de l'activité

* L'indice synthétique de la Bourse de Toronto a chuté de plus de 400 points dans les sept premiers mois de l'année pour regagner à peu près 250 points entre août et décembre.

Chart III Borrowing by non-financial business
Graphique III Emprunts des entreprises non financières

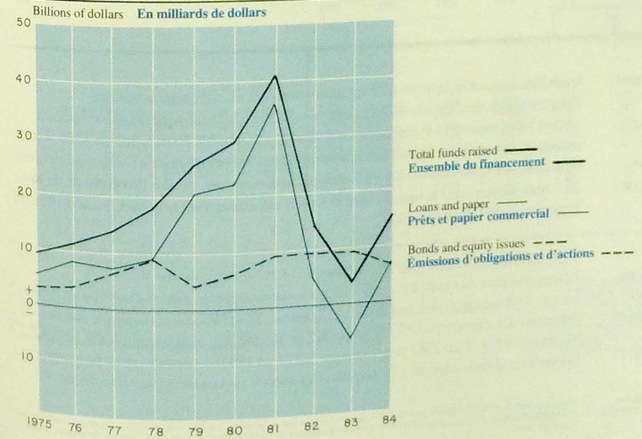
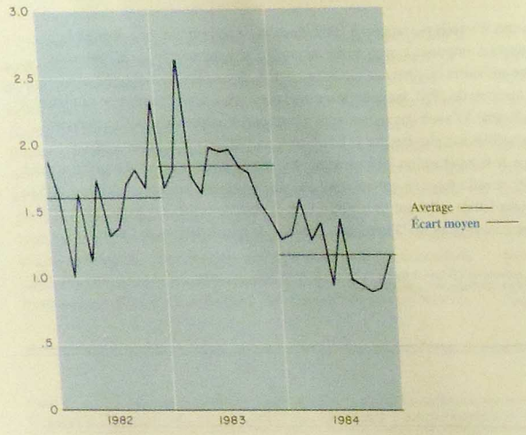


Chart IV Differential: Prime rate minus bankers' acceptance rate
Graphique IV Ecart entre le taux de base et le taux des acceptations bancaires



market activity, the uncertainty concerning future movements in interest rates and the financing requirements associated with the inventory buildup, businesses were encouraged to resume short-term borrowing. This renewed demand for short-term credit was concentrated in bank loans rather than short-term paper in response to the reduction of more than 60 basis points in the overall spread between the prime lending rate and the bankers' acceptance rate (Chart IV)*.

Financing by households

In 1984, total household credit increased only moderately following the 1983 recovery (Tables III and IV). Household borrowing, which had been almost nil in 1982, increased to 3.4 per cent of personal disposable income in 1983 and to 3.8 per cent in 1984. This rate, however, has remained below the average recorded over the last decade (Chart V).

* The differential between the prime lending rate and the bankers' acceptance rate does not include the stamping fees applied to bankers' acceptances, which were set at 3/4 of 1 per cent in 1984, representing a decline of 25 basis points.

boursière, l'incertitude quant à l'évolution future des taux d'intérêt ainsi que l'augmentation des besoins de financement associée à la reconstitution des stocks ont poussé les entreprises à s'adresser de nouveau aux marchés à court terme en 1984. La reprise du financement à court terme s'est principalement effectuée à l'avantage des prêts bancaires. Ce mouvement a été influencé par la diminution, de plus de 60 points de base, de l'écart moyen entre le taux de base des prêts aux entreprises et le taux des acceptations bancaires (voir Graphique IV)*.

Financement obtenu par les ménages

L'augmentation du crédit aux particuliers n'a connu, après la reprise observée en 1983, qu'une légère progression en 1984 (voir Tableaux III et IV). Ainsi, la proportion des emprunts des ménages au revenu personnel disponible, qui était presque nulle en 1982, est passée à 3,4 % en 1983 pour atteindre 3,8 % en 1984; cependant, cette proportion est restée à un niveau inférieur à la moyenne des années soixante-dix (voir Graphique V).

* L'écart entre le taux de base des prêts aux entreprises et le taux des acceptations bancaires ne tient pas compte des commissions d'acceptation appliquées aux acceptations bancaires, lesquelles ont été fixées à 3/4 de 1 % en 1984, soit une diminution de 25 points de base.

Table III
Tableau III
Major sources of increase in consumer credit outstanding
Augmentation de l'encours du crédit à la consommation, par catégorie de prêteurs

Millions of dollars En millions de dollars

	1981 1981	1982 1982	1983 1983	1984 1984	1983 1983 I I	1983 1983 II II	1984 1984 I I	1984 1984 II II	
Chartered banks	1,869	−802	892	2,762	271	621	1,378	1,384	Banques à charte
Sales finance and consumer loan companies[1]	481	−711	−39	551	−139	100	−66	617	Sociétés de financement ou de prêt à la consommation[1]
Credit unions and caisses populaires	−528	−159	551	891E	348	203	523	368E	Caisses populaires et credit unions
Life insurance companies	549	198	−16	48E	−4	−12	4E	44E	Compagnies d'assurance-vie
Trust and mortgage loan companies	274	162	312	513	145	167	283	230	Sociétés de fiducie ou de prêt hypothécaire
Quebec savings banks	−15	−24	67	−3	54	13	4	−7	Banques d'épargne du Québec
Total	2,630	−1,336	1,767	4,762E	675	1,092	2,126E	2,636E	Total

(1) Includes credit extended by department stores, but excludes that extended by subsidiaries of chartered banks.

(1) Comprend le crédit octroyé par les grands magasins, mais pas celui octroyé par les filiales de banques à charte.

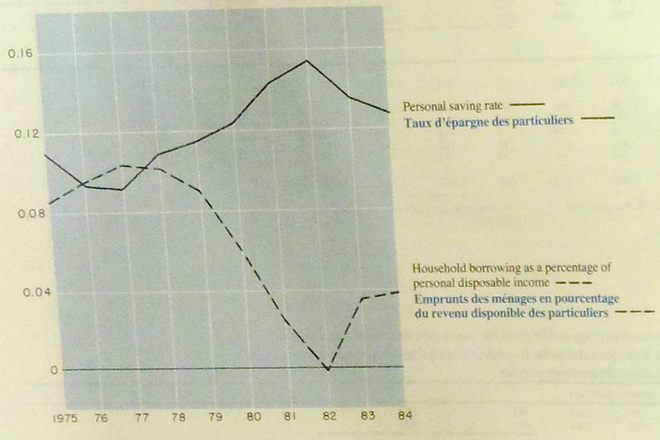
Table IV
Tableau IV
Increase in residential mortgage holdings of the major private financial institutions
Augmentation de l'encours des prêts hypothécaires à l'habitation accordés par les principales institutions financières privées

Millions of dollars En millions de dollars

	1981 1981	1982 1982	1983 1983	1984 1984	1983 1983 I I	1983 1983 II II	1984 1984 I I	1984 1984 II II	
Trust and mortgage loan companies	334	651	2,167	2,063	675	1,492	1,130	934	Sociétés de fiducie ou de prêt hypothécaire (non compris les filiales hypothécaires des banques à charte)
(excluding bank mortgage subsidiaries)	2,676	427	2,998	2,995	1,527	1,471	2,109	886	Banques à charte (y compris leurs filiales hypothécaires)
Chartered banks (including mortgage subsidiaries)	−366	80	2,501	1,694E	1,154	1,347	1,082	612E	Caisses populaires et credit unions[1]
Credit unions and caisses populaires[1]	441	445	823	−160E	547	276	61E	−221E	Compagnies d'assurance-vie
Life insurance companies	452	213	−899	−340E	−435	−464	48E	−388E	Caisses de retraite[2]
Pension funds[2]	−164	−176	107	65	46	61	60	5	Sociétés de placement
Investment funds									Sociétés de financement ou de prêt à la consommation[3]
Sales finance and consumer loan companies[3]	−156	−42	−107	−88	−64	−43	−44	−44	Sociétés fiduciaires de placement immobilier
Real estate investment trusts	−112	−232	−114	−90	−55	−59	−36	−54	Autres institutions financières[2,4]
Other financial institutions[2,4]	13	−132	33	10	11	22	57	−47	
Total	3,117	1,235	7,508	6,150E	3,405	4,102	4,467E	1,683E	Total
Increase in the mortgage holdings of CMHC	55	−14	−112	−44	−100	−12	−45	1	Augmentation de l'encours des prêts de la SCHL

(1) Includes local and central credit unions and caisses populaires.
(2) Includes both residential and non-residential mortgages.
(3) These data were affected by the consolidation of chartered bank sales finance subsidiaries with the banking data, and by the merger of IAC Ltd. and the Continental Bank of Canada on 1 November 1981.
(4) Includes Quebec savings banks, and property and casualty insurance companies.

(1) Comprend les institutions locales et leurs centrales.
(2) Comprend tant les prêts hypothécaires à l'habitation que les autres prêts hypothécaires.
(3) Ces chiffres ont été influencés par l'intégration, aux données des banques, des données des sociétés de financement ou de prêt à la consommation filiales des banques à charte et par la fusion, effectuée le 1er novembre 1981, d'IAC Limitée et de la Banque Continentale du Canada.
(4) Comprend les banques d'épargne du Québec et les compagnies d'assurance-biens et d'assurance contre des risques divers.



Mainly because of the wide spread between interest rates and the rate of inflation as well as uncertainties about employment trends, the attitude of households towards taking on more debt remained cautious, although to a lesser extent than in 1983. The personal savings rate declined only slightly from the high level of the previous year. In 1983, a large proportion of household savings was used to repay loans and make larger down payments towards purchases of houses and durable goods. This was not as apparent in 1984; rather, households stepped up their investments in financial assets held in the form of deposits, treasury bills and Canada Savings Bonds. Moreover, there was a shift in the proportion of savings placed in each of these instruments. After increasing by a little more than 1 per cent in 1983, personal bank deposits grew by about 7 per cent in 1984, while the growth of assets held in the form of Canada Savings Bonds decelerated and growth of deposits in non-bank financial institutions held at about 10 per cent. Furthermore, facilitated by certain changes made by distributors of treasury bills, which enabled treasury bill purchases to be made in smaller denominations, individuals apparently bought a considerably larger amount of new treasury bills than in 1983. This rise in treasury bill holdings and bank deposits occurred mainly around the middle of 1984 when Canada Savings Bond encashments were particularly heavy. As the rebound in loan demand added to their need for funds, chartered banks attracted a portion of the funds that thus became available by offering more attractive interest rates on personal term deposits.

Consumer loans rose significantly in 1984 compared with the previous two years. Following a 2.9 per cent decline in 1982, these loans increased by 3.9 per cent in 1983 and by 10.1 per cent in 1984. This acceleration resulted from another substantial increase in consumer expenditures on durable goods which, after falling 2.6 per cent in 1982, rose by 14.8 per cent in 1983 and 13.6 per cent in 1984. Moreover, the ratio of consumer loans to expenditures on durable goods continued to increase, from 6 per cent in 1983 to 12.9 per cent in the first half of 1984 and to 15.4 per cent in the second half; nevertheless, the ratio remained well below the 20 per cent average recorded between 1975 and 1980. This recent increase in consumer credit demand appears to have reflected the greater optimism of households following the improvement in their financial situation and continued economic growth.

Outstanding residential mortgage credit rose by a little over 6 per cent in 1984; this was somewhat less than in 1983 but considerably below the increases over the last decade. Housing starts were weak in 1984, dropping almost to the low reached during the 1982 recession. This decline in activity can be explained in part by the phasing out of several government programs implemented in 1983 which had accelerated new housing construction. As was the case in the two preceding years, the mortgage market was sustained in 1984 by the demand for existing housing. Mortgage loan demand was especially strong in the first half of the year despite the rise in interest rates. Through this period expectations of further rate increases appear to have contributed to the expansion in the volume of mortgage loans from April to June at the expense of activity in the second half of the year.

Chartered banks were the most active agents in the mortgage lending market in 1984. In the first half of the year, when the market was relatively strong, the banks reduced the spread between the rates on their mortgage loans and their guaranteed investment certificates, thereby attracting about 50 per cent of the new mortgage loan demand. Also,

En raison principalement du grand écart entre les taux d'intérêt et le taux d'inflation et aussi des incertitudes entourant l'évolution de l'emploi, les ménages ont affiché en 1984, mais dans une moindre mesure qu'en 1983, un comportement prudent vis-à-vis de l'endettement. En 1984, le taux d'épargne a enregistré une faible baisse par rapport au niveau encore élevé enregistré l'année précédente. En 1983, une grande proportion de l'épargne des ménages avait servi à rembourser des emprunts et à verser des paiements plus élevés lors des achats de maisons et de biens durables. Au cours de la dernière année, cette pratique n'a pas semblé aussi importante qu'en 1983, de sorte que la progression de l'ensemble des avoirs financiers détenus sous forme de dépôts, de bons du Trésor et d'obligations d'épargne du Canada s'est légèrement accrue. De plus, la proportion de l'épargne placée dans chacun de ces instruments a quelque peu changé. Après avoir augmenté d'un peu plus de 1 % en 1983, les dépôts des particuliers dans les banques se sont accrus d'environ 7 % en 1984, alors que la progression des dépôts dans les institutions parabancaires s'est maintenue au taux de 10 % et que celle des obligations d'épargne du Canada a ralenti. D'autre part, il semble qu'au cours de 1984, les ménages aient acheté une part beaucoup plus importante des nouvelles émissions de bons du Trésor. Ces achats font suite à certains changements sur les marchés financiers, lesquels permettent l'acquisition de bons du Trésor en plus petites coupures. L'augmentation de ces bons et des dépôts bancaires s'est surtout produite au milieu de 1984 dans la vague des remboursements d'obligations d'épargne du Canada. Les banques, dont les besoins de financement étaient devenus plus importants avec la reprise de la demande de prêts, ont récupéré une part des fonds disponibles en offrant, dès le début de 1984, des taux plus attrayants sur les dépôts à terme des particuliers.

L'accroissement de l'encours des prêts à la consommation en 1984 a été considérable par rapport aux deux années précédentes. Après avoir diminué de 2,9 % en 1982, ces prêts ont augmenté de 3,9 % en 1983, puis de près de 10,1 % en 1984. La progression enregistrée en 1984 résulte de l'augmentation sensible des dépenses en biens durables, qui a été de −2,6 % en 1982, de 14,8 % en 1983 et de 13,6 % en 1984. De plus, le rapport entre le flux des crédits à la consommation et les dépenses en biens durables a continué d'augmenter en 1984, passant de seulement 6 % en 1983 à 12,9 % au premier semestre de l'année et à 15,4 % au second semestre; ces chiffres restent néanmoins nettement au-dessous du taux moyen de plus de 20 % enregistré entre 1975 et 1980. L'augmentation récente de ce ratio traduit le plus grand optimisme que les ménages ont affiché face à l'amélioration de leur situation financière et à la persistance de la croissance économique.

Le taux d'accroissement de l'encours des prêts hypothécaires en 1984 a été d'un peu plus de 6,3 %, c'est-à-dire légèrement inférieur à celui de 1983, mais beaucoup plus faible que celui des années soixante-dix. Les mises en chantier ont été faibles en 1984, glissant jusqu'à un niveau proche du creux enregistré pendant la récession de 1982. Cette baisse d'activité s'explique en partie par le retrait de plusieurs programmes gouvernementaux mis sur pied en 1983 qui avaient alors accéléré la construction de logements. Comme cela avait été le cas au cours des deux années précédentes, c'est le marché des logements existants qui a soutenu la demande de crédit hypothécaire en 1984. Les prêts hypothécaires ont particulièrement augmenté au premier semestre de l'année en dépit de la hausse des taux d'intérêt. Il semble que les anticipations de nouvelles hausses des taux hypothécaires aient modifié le profil de la demande de crédit hypothécaire, entraînant une progression du volume des prêts entre avril et juin et un ralentissement au second semestre.

Les banques à charte ont été les institutions les plus actives sur le marché des prêts hypothécaires en 1984. Au premier semestre, alors que le marché se portait quand même relativement bien, elles ont réduit l'écart entre les taux de leurs prêts hypothécaires et les taux de leurs certificats de placement garantis et ont octroyé environ 50 % des nouveaux prêts. Ces institutions ont en général intensifié leurs activités sur les marchés hypothécaires en offrant, comme plusieurs de leurs concurrents l'avaient déjà fait, des modalités plus souples de renouvellement et de remboursement des emprunts.

banks made their mortgage loans more attractive to borrowers by introducing more flexible mortgage renewal and repayment terms, as some of their competitors had already done.

Government borrowing

Public sector borrowing in 1984 remained relatively high by earlier standards, even though it was about $2 billion lower than the 1983 level (see Table V). As a proportion of GNP, government borrowing dropped to 9.0 per cent from 10.2 per cent in 1983, though it was still at a higher level than the 7.7 per cent average during the 1975-81 period. Borrowing by the public sector also fell in relation to total funds raised. This reduction was largely at the provincial and municipal level where credit demands declined from $13.8 billion in 1983 to $11.5 billion in 1984, reflecting a $2 billion reduction in their budget deficits.*

New federal government borrowing remained at about $26 billion while the budget deficit rose significantly from $24.1 billion to $29.6 billion, mainly as a result of an increase in debt servicing costs. In addition to its new borrowing, the government also financed its deficit by reducing its cash balances by $3.6 billion.

Marketable bonds issued in 1984 by provincial and municipal authorities decreased by 22 per cent from their 1983 level, while federal government issues of marketable bonds rose by 53 per cent to $11 billion. Treasury bills issued by the federal government, in contrast, fell from their record high level of $13.3 billion to $10.7 billion. In the second and third quarters of 1984, the federal government used in part the proceeds from the sales of securities and in part its cash balances to meet the heavy demand for funds resulting from the unusually high volume of Canada Savings Bond encashments.

Types and sources of financing

As mentioned previously, not only was the demand for credit relatively strong compared with the previous two years, but there was also a significant shift in the way it was financed (Chart VI). From 1975 to 1981, new borrowing was split almost evenly between loans and securities. Reflecting the reduction in consumer credit, the restructuring of business balance sheets and the sharp increase in government borrowing, almost all funds raised by non-financial borrowers in 1982

* Data on government deficits as measured by National Accounts.

Financement obtenu par les gouvernements

Le montant des emprunts du secteur public est demeuré relativement élevé en 1984, bien qu'il ait diminué d'environ 2 milliards de dollars par rapport à 1983 (voir Tableau V). Le rapport de ce financement au PNB, qui était de 10,2 % en 1983, est passé à 9,0 %, se maintenant à un niveau supérieur à la moyenne de 7,7 % enregistrée durant la période 1975-1981. La part du secteur public dans l'ensemble du financement a aussi diminué. Ce ralentissement s'explique par la baisse des emprunts des provinces, des municipalités et de leurs entreprises, qui sont passés de 13,8 milliards en 1983 à 11,5 milliards de dollars en 1984 par suite de la réduction de 2 milliards de dollars du déficit budgétaire de ces administrations gouvernementales*. Le chiffre des nouveaux emprunts du gouvernement fédéral s'est maintenu aux environs de 26 milliards de dollars, alors que le déficit s'est sensiblement accru, passant de 24,1 milliards à 29,6 milliards de dollars, sous l'effet notamment de l'augmentation du service de la dette. La principale raison qui explique le maintien des emprunts du gouvernement sous le niveau de son déficit a été la diminution de ses dépôts d'environ 3,6 milliards de dollars.

En 1984, les émissions d'obligations négociables des provinces et des municipalités ont été réduites de 22 % par rapport à 1983 alors que celles du gouvernement fédéral ont augmenté de 53 % pour atteindre 11 milliards de dollars. Par rapport à 1983, on note également une diminution des émissions de bons du Trésor, qui sont tombées du niveau record de 13,3 milliards de dollars à 10,7 milliards de dollars. Au cours du deuxième et du troisième trimestres de 1984, le gouvernement fédéral a utilisé une partie du produit des émissions de titres et une partie de ses dépôts pour faire face aux sorties de fonds considérables engendrées par les remboursements inhabituels d'obligations d'épargne du Canada.

Types et sources de financement

Comme il a été mentionné précédemment, la demande de crédit a été assez forte par rapport aux deux années précédentes, et la structure de l'endettement s'est aussi considérablement modifiée (voir Graphique VI). Entre 1975 et 1981, les prêts et les émissions de titres représentaient une proportion à peu près équivalente du financement total. Par suite du ralentissement des prêts personnels, de la restructuration du bilan des entreprises et de l'augmentation des emprunts des gouvernements, la quasi-totalité du financement avait été obtenue en 1982 et en 1983 par voie d'émission de titres. En 1984, les prêts au secteur privé ont représenté plus de 27 % du financement total, soit une augmentation de 17,6 milliards de dollars, alors que les émissions de titres diminuaient de 8,3 milliards†. La diminution des émissions de titres à court terme reflète surtout la

* Les données sur le déficit des administrations gouvernementales proviennent des comptes nationaux.

† Les émissions de titres comprennent les émissions nettes de titres négociables libellés en dollars canadiens et en devises étrangères, les obligations d'épargne du Canada ainsi que les titres achetés avec des fonds du Régime de pensions du Canada.

Table V
Tableau V

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**

	1980 1981	1981 1982	1982 1983	1983 1984	1983 I I	1983 II II	1984 I I	1984 II II
GOVERNMENT OF CANADA								
Canadian dollar								
Increase in securities outside government accounts:								
Treasury bills	−55	4,884	13,286	10,673	7,606	5,681	7,537	3,136
Marketable bonds	4,220	4,467	7,220	11,022	3,576	3,644	4,273	6,749
Canada Savings Bonds	8,068	7,992	6,120	3,829	−1,597	7,717	−3,581	7,410
Sub-total	12,233	17,342	26,626	25,524	9,584	17,042	8,229	17,294
Foreign currency								
Net placements[1][2][3]								
U.S. dollar	354	999,954	−187	−2	−309	122	−1	−1
Deutsche mark	—	−103	−299	−236	−299	—	−236	—
Swiss franc	—	−194	—	564	—	—	564	—
Yen	—	—	—	485	—	—	−169	654
Net loans under standby credit facilities[2][3]:								
Chartered banks	−684	18	—	−17	—	—	508	−525
Foreign banks	−360	11	—	6	—	—	647	−641
Sub-total	−690	686	−486	800	−608	122	1,313	−513
Total borrowing	11,543	18,028	26,140	26,324	8,976	17,164	9,542	16,781
Reduction (+) in Canadian dollar cash balances[4]	−3,630	1,821	−285	3,610	1,150	−1,435	3,594	16
Total	7,913	19,849	25,855	29,934	10,126	15,729	13,136	16,797
PROVINCIAL AND MUNICIPAL GOVERNMENTS[5]								
Increase in outstanding bonds:								
Purchased with Canada Pension Plan funds	2,196	2,705	2,276	2,445	1,278	997	1,499	946
Other Canadian dollar bonds[6]	5,321	7,449	7,052	4,269	4,196	2,856	1,299	2,971
Foreign currency bonds[1]	5,369	5,737	4,067	3,730	2,622	1,445	1,872	1,858
Increase in loans from:								
Banks[7]	914	208	−1,032	19	−1,054	22	−126	145
Government of Canada (including CMHC)	108	112	35	95	−99	134	8	87
Increase in treasury bills and short-term paper outstanding[8]	759	1,836	1,393	995	95	1,298	432	562
Total[9]	14,666	18,048	13,792	11,553	7,039	6,753	4,984	6,569

GOUVERNEMENT CANADIEN	
Dollars canadiens	
Augmentation de l'encours des titres (non compris les titres dans les portefeuilles de l'État) :	
Bons du Trésor	
Obligations négociables	
Obligations d'épargne du Canada	
Total partiel	
Monnaies étrangères	
Placements nets[1][2][3]	
Dollars É.-U.	
Marks allemands	
Francs suisses	
Yens japonais	
Emprunts nets sur lignes de crédit[2][3]	
Banques à charte	
Banques étrangères	
Total partiel	
Total des emprunts	
Diminution (+) des dépôts en dollars canadiens[4]	
Total	
PROVINCES ET MUNICIPALITÉS[5]	
Augmentation de l'encours des obligations :	
Obligations achetées avec des fonds du Régime de pensions du Canada	
Autres obligations en dollars canadiens[6]	
Obligations en monnaies étrangères[1]	
Augmentation des emprunts :	
Auprès des banques[7]	
Auprès du gouvernement canadien (y compris la SCHL)	
Augmentation de l'encours des bons du Trésor et du papier à court terme[8]	
Total[9]	

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) Foreign currency issues are converted to Canadian dollars at the average noon exchange rate during the month in which the funds were raised.

(2) This item includes transactions involving term loans.

(3) Actual drawings and repayments are denominated in U.S. dollars. The amounts shown are converted to Canadian dollars at the average noon exchange rate during the month in which the funds were drawn or repaid. Owing to fluctuations in the exchange value of the Canadian dollar, drawings and repayments of equivalent U.S. dollar amounts will not necessarily net to zero.

(4) Excludes changes in cash balances resulting from temporary swap transactions between the Bank of Canada and the Exchange Fund Account.

(5) Includes government enterprises.

(6) Includes provincial savings bonds and purchases of provincial and municipal securities with Quebec Pension Plan funds. Excludes Canadian dollar issues placed in overseas markets, which are included with foreign currency bonds.

(7) Includes loans from foreign banks located abroad and the Canadian chartered banks.

(8) This item has been revised to include certain provinces and municipalities not previously captured in our survey and also provincial treasury bills and paper sold directly to banks which had previously been classified as bank loans.

(9) 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 double emploi, 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) Le montant des émissions en monnaies étrangères est converti en dollars canadiens au taux de change moyen à midi du mois au cours duquel les fonds ont été empruntés.

(2) Ce poste tient compte des opérations donnant lieu à des emprunts à terme.

(3) Les tirages et les remboursements effectués sont exprimés en dollars É.-U. Les montants indiqués sont convertis en dollars canadiens au taux de change moyen à midi du mois au cours duquel les fonds ont été tirés ou remboursés. À cause des variations du cours du dollar canadien, la différence entre les tirages et les remboursements auxquels donnent lieu des emprunts de même montant libellés en dollars É.-U. n'est pas nécessairement égale à zéro.

(4) Non compris les variations des dépôts consécutives aux opérations temporaires de swap conclues entre la Banque du Canada et le Fonds des changes.

(5) Y compris les entreprises du secteur public.

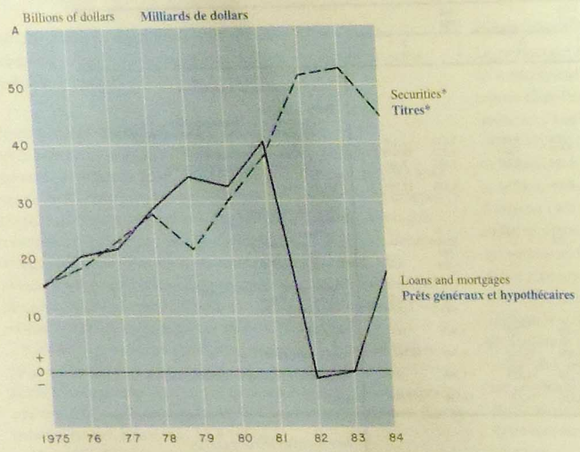
(6) Y compris les obligations d'épargne des provinces et les titres des provinces et des municipalités achetés avec des fonds du Régime des rentes du Québec. En sont exclues les émissions de titres en dollars canadiens placées sur les marchés d'outre-mer et qui sont groupées avec les obligations en monnaies étrangères.

(7) Comprend les prêts des banques à charte canadiennes et des banques étrangères établies à l'étranger.

(8) Cette rubrique a été modifiée de façon à inclure certaines provinces et municipalités qui n'étaient pas couvertes jusqu'ici par notre enquête ainsi que les bons du Trésor et le papier vendus directement aux banques par les provinces ou leurs entreprises et qui étaient auparavant compris dans les prêts bancaires.

(9) 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 surestimé.

Chart VI Financing by non-financial borrowers by type of instrument
Graphique VI Forme de financement des emprunteurs non financiers



* Includes all Canadian dollar and foreign currency securities and Canada Savings Bonds.
* Comprend tous les titres en dollars canadiens et en monnaies étrangères, ainsi que les obligations d'épargne du Canada.

and 1983 were obtained through the issue of securities. In 1984, however, funds raised through loans and mortgages represented more than 27 per cent of total financing, an increase of $17.6 billion, while long- and short-term security issues declined by $8.3 billion.* The decrease in treasury bills accounted for the smaller volume of short-term securities, while the decreasing volume of common shares issued by business and a lessening of the financing requirements of provinces and municipalities, accounted for the decline in long-term securities issued.

During 1984, the recovery in demand for commercial and consumer loans by businesses and households significantly increased the credit extended by deposit-taking institutions.† In fact, the percentage of total

* Security issues include net marketable issues denominated in Canadian and foreign currencies, Canada Savings Bonds as well as securities purchased with Canada Pension Plan funds.

† Deposit-taking institutions include chartered banks as well as some non-bank financial institutions, such as trust and mortgage loan companies, and credit unions and caisses populaires.

baisse des émissions de bons du Trésor. Quant au financement à long terme, il a diminué par suite, d'une part, du ralentissement des émissions d'actions ordinaires des entreprises et, d'autre part, de la réduction des besoins financiers des provinces et des municipalités.

Au cours de l'année 1984, particulièrement en raison de la reprise de la demande de prêts commerciaux et de la demande de prêts à la consommation, les institutions financières de dépôt ont sensiblement accru leurs opérations de crédit*. En fait, la proportion du financement total obtenu par l'intermédiaire de ces institutions, qui avait fortement diminué en 1982, a continué d'augmenter en 1984, se maintenant cependant en deçà de la proportion moyenne des années 1975-1981. En 1984, la part relative des institutions parabancaires dans le financement des différents secteurs a légèrement diminué tandis que la part des banques à charte, après le net recul des deux années précédentes, a augmenté significativement. Ces dernières ont surtout profité de l'augmentation de la demande de prêts commerciaux et ont aussi intensifié leurs activités

* Les institutions de dépôt comprennent les banques à charte ainsi que certaines institutions parabancaires telles que les sociétés de fiducie ou de prêt hypothécaire ainsi que les caisses populaires et *credit unions*.

financing raised through these financial intermediaries, which had dropped sharply in 1982, continued to rise throughout 1984 although it remained below the overall average for the 1975-81 period. In 1984, the relative share of non-bank financial institutions in the total credit provided to Canadian borrowers decreased slightly. On the other hand, the share of chartered banks rose significantly after the net decline in the previous two years; with the rise in demand for commercial loans and their more aggressive role in the mortgage market, the banks attracted over half of the new loans, a similar proportion to that maintained through the second half of the 1970s. In order to meet this loan demand, chartered banks competed for deposits by offering more attractive interest rates to their customers, particularly on personal term deposits.

In the light of the pickup in loan demand, deposit-taking institutions as a whole considerably reduced their net purchases of securities. These institutions bought a little less than 9 per cent of new issues of market securities in 1984 in contrast to the more than 20 per cent they purchased in 1983. Of the deposit-taking institutions, the banks expanded their holdings of securities by only $2.2 billion in 1984, in contrast to $5.9 billion in 1983. For instance, banks sold off $580 million of treasury bills compared with their purchases of $3.3 billion in 1983. Other deposit-taking institutions increased their holdings of marketable securities, especially those of federal and provincial governments, at a slower pace than in 1983. Contractual-savings institutions such as life insurance companies, however, significantly raised the proportion of public-sector securities in their portfolios while their mortgage loans tended to decline. Life insurance companies appear to have attracted additional household savings as a result of the growing popularity of their annuities and their universal life policies. Moreover, non-residents in 1984 provided a greater share of total financing by Canadian borrowers, mainly through larger holdings of federal government securities.

sur le marché hypothécaire, de sorte qu'elles ont octroyé plus de la moitié des nouveaux prêts, soit une proportion à peu près équivalente à celle observée durant la seconde moitié des années soixante-dix. Pour financer une partie de ces prêts, les banques se sont efforcées d'accroître leurs dépôts en offrant à leurs clients des taux plus attrayants, notamment sur les dépôts à terme des particuliers.

Devant la reprise de la demande de prêts du secteur privé, l'ensemble des institutions de dépôt ont considérablement ralenti leurs acquisitions nettes de titres. Après avoir acheté en 1983 plus de 20 % des titres négociables nouvellement émis, ces institutions en ont acheté à peine 9 % au cours de 1984. Le portefeuille de titres des banques à charte, qui avait augmenté de 5,9 milliards de dollars en 1983, ne s'est accru que de 2,2 milliards en 1984. Les banques ont vendu pour 580 millions de dollars de bons du Trésor, ce qui contraste nettement avec les achats de 3,3 milliards effectués en 1983. Le volume des titres négociables, spécialement ceux des administrations fédérales et provinciales, détenus par les autres institutions de dépôt s'est aussi accru à un rythme moins rapide qu'en 1983. Cependant, certaines institutions d'épargne contractuelle, telles que les compagnies d'assurance-vie, ont augmenté considérablement la quantité de titres publics dans leur portefeuille alors que leurs prêts hypothécaires avaient tendance à diminuer. Il semble que les compagnies d'assurance-vie ont accaparé une partie additionnelle de l'épargne des ménages grâce à la popularité grandissante de leurs régimes de rentes individuelles et de leur police universelle. Notons finalement qu'une plus grande proportion du financement a été assurée par les non-résidents, lesquels ont accru surtout leurs achats de titres fédéraux.

Appendix Table
Annexe-Tableau

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

Millions of dollars / En millions de dollars

	1981 1981	1982 1982	1983 1983	1984 1984	1983 I	1983 II	1984 I	1984 II
TYPES OF INSTRUMENT								
Mortgages and other loans from domestic financial institutions:								
Chartered banks (includes bank mortgage subsidiaries)[1]	36,760	−2,195	−5,707	9,564	−4,786	−922	5,906	3,658
Trust and mortgage loan companies	964	698	3,078	3,071	1,199	1,879	1,830	1,241
Sales finance and consumer loan companies[2]	−1,529	−1,627	−876	1,193	−593	−284	584	609
Credit unions and caisses populaires	9	−699	3,277	2,871E	1,594	1,683	1,674	1,197E
Life insurance companies	1,825	1,175	1,440	708E	651	789	444E	265E
Pension funds	452	213	−899	−340E	−435	−464	48E	−388E
Other[3]	−591	−685	−186	−193	−105	−81	36	−229
Sub-total	37,890	−3,120	126	16,875E	−2,474	2,600	10,522E	6,353E
Net new Canadian dollar marketable issues[4]								
Treasury bills and short-term paper	2,111	12,838	16,081	12,249	10,539	5,542	9,688	2,561
Bonds[5]	10,747	12,790	15,442	16,638	8,596	6,847	5,994	10,644
Stocks[6]	5,086	5,880	7,055	4,053	2,730	4,325	1,550	2,504
Sub-total	17,944	31,507	38,579	32,940	21,865	16,714	17,231	15,710
Net new foreign currency marketable issues[7]								
Short-term paper	232	5	656	325	144	512	202	124
Bonds[8]	8,623	10,054	4,515	4,769	2,680	1,834	2,361	2,409
Stocks	167	80	638	144	196	442	84	59
Sub-total	9,022	10,139	5,808	5,239	3,020	2,788	2,647	2,592
Direct investment from abroad	−4,400	−900	200	2,380	225	−25	1,300	1,080
Syndicated loans from foreign banks located abroad	2,166	1,565	−277	834	183	−460	723	111
Canada Savings Bonds	8,068	7,992	6,120	3,829	−1,597	7,717	−3,581	7,410
Provincial and municipal securities purchased with Canada Pension Plan funds	2,196	2,705	2,276	2,445	1,278	997	1,499	946
Total	72,887	49,889	52,831	64,542E	22,499	30,332	30,341E	34,201E
SOURCES OF FUNDS								
Bank of Canada acquisitions of securities	1,125	−1,677	1,643	127	601	1,042	311	−184
Chartered banks:								
Loans	36,760	−2,195	−5,707	9,564	−4,786	−922	5,906	3,658
Acquisitions of securities[9]	3,660	1,932	5,915	2,177	4,202	1,713	−626	2,803
Other domestic financial institutions:								
Loans	1,131	−924	5,833	7,311E	2,311	3,522	4,616E	2,695E
Acquisitions of securities[10]	11,408	16,125	20,325	20,889E	11,670	8,656	9,160E	11,729E
Canada Pension Plan	2,196	2,705	2,276	2,445	1,278	997	1,499	946
Direct financing from the non-financial public[11] (residual)	8,985	22,877	15,759	9,637E	3,994	11,765	1,995E	7,642E
Non-residents[12]	7,623	11,046	6,787	12,392	3,229	3,558	7,480	4,912
Total	72,887	49,889	52,831	64,542E	22,499	30,332	30,341E	34,201E
Memo:								
Net placements abroad by Canadian financial institutions[13]	1,291	1,329	996	758	583	413	244	514
Non-residents plus net placements abroad by Canadian financial institutions, purchases by non-residents of domestic paper issued by Canadian financial institutions and the change in the chartered banks' net foreign asset position (booked in Canada) with non-residents	28,202	8,689	9,511	15,029	5,956	3,555	9,804	5,225

FORME

Emprunts (y compris les emprunts hypothécaires) auprès des institutions financières :
- Banques à charte (y compris leurs filiales hypothécaires)[1]
- Sociétés de fiducie ou de prêt hypothécaire
- Sociétés de financement ou de prêt à la consommation[2]
- Caisses populaires et credit unions
- Compagnies d'assurance-vie
- Caisses de retraite
- Divers[3]

Total partiel

Émissions nettes de titres négociables libellés en dollars canadiens[4] :
- Bons du Trésor et papier à court terme
- Obligations[5]
- Actions[6]

Total partiel

Émissions nettes de titres négociables en monnaies étrangères[7] :
- Papier à court terme
- Obligations[8]
- Actions

Total partiel

Investissements directs des non-résidents
Prêts consortiaux de banques étrangères établies à l'étranger
Obligations d'épargne du Canada
Titres des provinces et des municipalités achetés avec des fonds du Régime de pensions du Canada
Total

PROVENANCE

Achats de titres par la Banque du Canada
Banques à charte :
- Prêts
- Achats de titres[9]

Autres institutions financières canadiennes :
- Prêts
- Achats de titres[10]

Régime de pensions du Canada
Financement direct obtenu des sources non financières[11] (calculé par différence)
Non-résidents[12]
Total

Pour mémoire :
Montant net des placements faits à l'étranger par les institutions financières canadiennes[13]

Non-résidents, plus montant net des placements faits à l'étranger par les institutions financières canadiennes, achats par les non-résidents d'effets en dollars canadiens émis par les institutions financières canadiennes et variations de la position nette en devises des banques à charte (sièges et succursales canadiennes seulement) envers les non-résidents

[1] These data include loans made by bank mortgage subsidiaries and institutions affiliated with foreign banks. Most of these latter institutions became chartered banks in the last half of 1981 and the first half of 1982.
[2] Includes credit extended by department stores.
[3] Includes loans from Quebec savings banks, investment funds, property and casualty insurance companies, real estate investment trusts and the Federal Business Development Bank.
[4] Includes net new issues of government and non-financial business.
[5] Includes foreign currency issues placed in Canada.
[6] Includes Canadian dollar issues placed abroad.
[7] Includes holdings of foreign currency securities issued by Canadian borrowers.
[8] Includes Quebec Pension Plan.
[9] Includes both foreign currency and Canadian dollar securities acquired by non-residents, direct investment from abroad, and syndicated loans from foreign banks located abroad.

[1] Ces données comprennent les prêts octroyés par les filiales hypothécaires des banques et par les institutions affiliées à des banques étrangères. La plupart de ces institutions ont obtenu le statut de banque à charte au dernier semestre de 1981 ou au premier semestre de 1982.
[2] Comprend le crédit octroyé par les grands magasins.
[3] Comprend les banques d'épargne du Québec, les fonds de placement, les sociétés d'assurance-biens et d'assurance contre des risques divers, les sociétés fiduciaires de placement immobilier et la Banque fédérale de développement.
[4] Comprend le montant net des nouveaux titres émis par les gouvernements et les entreprises non financières.
[5] Y compris les titres en monnaies étrangères placés au Canada.
[6] Y compris les émissions en dollars canadiens placées sur les marchés étrangers.
[7] Y compris les titres en monnaies étrangères émis par des emprunteurs canadiens.
[8] Y compris le Régime des rentes du Québec.
[9] Y compris les titres en monnaies étrangères et en dollars canadiens achetés par les non-résidents, les investissements directs des non-résidents et les prêts consortiaux de banques étrangères établies à l'étranger.

Statement by John W. Crow Senior Deputy Governor of the Bank of Canada

to the House of Commons
Standing Committee on Miscellaneous Estimates —
Hearings on a circulating dollar coin
15 April 1985

We are pleased to have this opportunity to meet with you. Let me say at the outset that we think that the idea of introducing a one dollar circulating coin is one that deserves serious consideration. There are potential cost savings for the federal Government and a range of advantages and costs for the private sector. Before commenting on questions concerning the relationship between a circulating dollar coin and the dollar note I will describe briefly the Bank of Canada's role in the issue and management of currency.

The Bank has the responsibility under its Act to supply the banknotes required for circulation in Canada and to make arrangements for their issue. The form and material of the notes are subject to the approval of the Minister of Finance while the particular denominations to be issued are determined by regulation of the Governor in Council. At present there are eight denominations, from $1 through $1,000.

The notes are printed under contract by two Canadian security printing companies on paper supplied by a Canadian company. Banknotes are put into circulation through financial institutions across Canada. One dollar notes account for a major share of the total volume of banknote operations effected by the Bank, although they make up a small fraction of the total value of banknotes in circulation. In 1984 some 725 million new notes were issued, of which close to 300 million were one dollar notes, and a somewhat lesser number of worn notes were withdrawn and destroyed. Additional data are provided in the appendix.

Déclaration faite par John W. Crow Premier sous-gouverneur de la Banque du Canada

devant le Comité permanent des
prévisions budgétaires en général
de la Chambre des communes
Audiences sur l'émission d'une pièce de monnaie de 1 dollar destinée à la circulation
le 15 avril 1985

C'est avec plaisir que nous participons à la séance de travail d'aujourd'hui. Permettez-moi de vous dire tout de suite que l'idée d'émettre une pièce de 1 dollar destinée à la circulation mérite d'après nous d'être étudiée sérieusement. Elle offre au gouvernement fédéral la possibilité de réduire certains coûts et elle implique pour le secteur privé à la fois des avantages et des coûts. Avant d'aborder la question de la relation existant entre une pièce de 1 dollar et le billet de 1 dollar, je décrirai brièvement le rôle que joue la Banque du Canada dans l'émission et la gestion de la monnaie.

Aux termes de sa loi constitutive, la Banque du Canada a pour mission de fournir les billets de banque nécessaires au fonctionnement de l'économie canadienne et de voir à l'émission de ces billets. La forme et la matière des billets doivent être approuvées par le ministre des Finances, tandis que le choix des coupures à émettre fait l'objet d'un règlement du Gouverneur en conseil. Il existe à l'heure actuelle huit coupures qui vont de 1 à 1000 dollars.

Les billets sont imprimés par deux sociétés canadiennes d'impression de titres, avec lesquelles la Banque a signé des contrats à cet effet, sur du papier fourni par une entreprise canadienne. Les billets de banque sont mis en circulation par l'intermédiaire du réseau d'institutions financières du pays. Une part importante des opérations sur billets de banque qu'effectue la Banque du Canada porte sur les billets de 1 dollar, bien que ceux-ci ne constituent qu'une petite fraction de la valeur des billets en circulation. En 1984, quelque 725 millions de billets neufs ont été émis, dont près de 300 millions en billets de 1 dollar, et un nombre un peu plus petit de billets usés ont été retirés de la circulation et détruits. On trouvera d'autres données sur ce sujet dans les tableaux de l'annexe.

The Bank's direct involvement with coinage is very limited. Our Agencies receive orders for new coins from financial institutions, but these orders are simply relayed to the Mint which arranges for delivery directly to the institutions. Our Agencies also receive reports on surplus coin held by the institutions, which again are relayed to the Mint. The Bank of Canada does not accept deposits of surplus circulating coin held by financial institutions, and we have not therefore designed our Agency facilities for such an operation. Our Agencies do, however, receive the relatively small amounts of mutilated coin that institutions need to dispose of and forward them to the Mint for redemption. Finally, I should note that under Section 208 of the Bank Act banks' holdings of circulating coin with a face value of $2 or less are eligible for inclusion in the cash reserves that they are required to hold against their deposit liabilities.

With this background let me now turn to the questions before the Committee insofar as they involve the Bank of Canada.

I indicated above that there are potential cost savings for the federal Government from the introduction of a circulating one dollar coin.

If the increase in coins is offset by an approximately equal decline in the circulation of one dollar notes, savings originate essentially in the fact that a dollar coin, although costing more to produce per unit than a banknote, would stay in circulation indefinitely whereas a dollar note has to be reproduced for circulation approximately every year. Thus one can compare the once-for-all costs of producing a dollar coin against the stream of costs over time of maintaining a dollar note in circulation. The net savings for the federal Government on this score, after recovering the once-for-all costs of minting new coins and depending on those costs of minting, could apparently amount to some millions of dollars a year.

The amount of saving and the manner in which it accrued to the federal Government would of course also depend importantly on the public's demand for the one dollar coin relative to other forms of currency. For example, if the one dollar note were to be phased out some part of the demand would likely shift to two dollar notes rather than to a one dollar coin. Furthermore, hoarding and numismatic demand for coin could be a significant source of revenue. In addition, in the event that the dollar note was phased out, not all such notes would be returned to the Bank of Canada.

As regards possible implications for the private sector, the Bank is broadly aware of the range of issues, the perceived advantages in some areas and the apparent drawbacks in others, that are involved. In this regard, and more generally, the Bank has been contributing to the discussions and investigations of the interdepartmental group that has been examining matters related to a circulating dollar coin. However, while the Committee will no doubt be interested in gauging the balance of cost or of benefit to the private sector of introducing a dollar coin, the Bank is not in a position at this time to make such an estimate.

A decision to introduce a dollar coin with the intention of having it circulate extensively inevitably raises important questions about whether the one dollar note should continue to be issued. However, a decision to withdraw the dollar note does not necessarily imply that it should be eliminated immediately. One cost to the private sector would be the transitional cost of adjusting to a new coin, and it might take the general public some time to become accustomed to it. One implication of this is that it might be advisable to have the note and a coin circulate alongside each other at least for some limited time after a coin was introduced.

In conclusion, I would like to note that the Bank, like other parties with a direct involvement in this matter, can use as much advance notice as possible of any change in order to effect as smooth an adjustment as possible in its operations.

Thank you, Mr. Chairman. The Bank is happy to supply whatever further information it can to help the Committee in its deliberations, and we would be pleased to answer any questions.

La participation directe de la Banque dans le monnayage est très limitée. Les institutions financières commandent des pièces neuves auprès de nos Agences; ces commandes sont simplement transmises à la Monnaie Royale, qui s'occupe de faire livrer les pièces demandées aux institutions concernées. Nos Agences reçoivent également des relevés sur les surplus de pièces détenues par les institutions, lesquels sont aussi acheminés à la Monnaie Royale. La Banque du Canada n'accepte pas les dépôts de pièces de monnaie détenues en surplus par les institutions financières, de sorte que les installations de nos Agences n'ont pas été conçues pour ce genre d'opérations. Toutefois, nos Agences acceptent des petites quantités de pièces mutilées dont les institutions financières veulent se débarrasser et les renvoient à la Monnaie Royale, qui les rachète. Enfin, j'aimerais faire remarquer que l'article 208 de la *Loi sur les banques* stipule que les pièces de monnaie ordinaires d'une valeur nominale de 2 dollars ou moins peuvent être comprises dans les réserves-encaisse que les banques doivent détenir en contrepartie de leur passif-dépôts.

Ceci dit, j'aimerais aborder maintenant les questions sur lesquelles se penche le Comité et examiner surtout les aspects qui concernent la Banque du Canada.

J'ai mentionné précédemment que la mise en circulation d'une pièce de 1 dollar était de nature à permettre une diminution des coûts pour le Gouvernement fédéral.

Si l'accroissement de la quantité des pièces de monnaie est compensé par une diminution à peu près égale du volume de billets de 1 dollar en circulation, l'économie réalisée est essentiellement attribuable au fait qu'une pièce de 1 dollar, qui coûte il est vrai plus cher à produire qu'un billet de banque, peut rester en circulation indéfiniment, tandis qu'un billet de 1 dollar doit être remplacé à peu près chaque année. On peut donc comparer le coût définitif de production d'une pièce de 1 dollar avec les coûts successifs qu'entraîne à la longue le maintien en circulation d'un billet de 1 dollar. Les économies nettes réalisées par le gouvernement fédéral, après l'amortissement des frais de monnayage encourus en une seule fois et compte tenu de l'importance de ces frais, totaliseraient semble-t-il quelques millions de dollars par année.

Le montant des économies et la façon dont le gouvernement fédéral les réaliserait dépendraient bien sûr aussi, et dans une large mesure, de la demande du public pour les pièces de 1 dollar comparativement à la demande pour d'autres formes de monnaie. Par exemple, si le billet de 1 dollar devait être retiré graduellement de la circulation, une partie de la demande serait probablement satisfaite par des billets de 2 dollars plutôt que par des pièces de 1 dollar. De plus, la thésaurisation et la demande de pièces par des collectionneurs pourraient constituer des sources de revenus considérables. En outre, si les billets de 1 dollar étaient retirés graduellement de la circulation, ils ne retourneraient pas tous à la Banque du Canada.

En ce qui a trait aux implications possibles qu'aurait la production de pièces de 1 dollar pour le secteur privé, la Banque est consciente des questions qui se posent, des avantages prévus dans certains domaines et des inconvénients apparents dans d'autres. À cet égard, et sur un plan plus général, la Banque participe depuis quelque temps aux discussions et aux travaux de recherches du groupe interministériel qui étudie les questions liées à la mise en circulation d'une pièce de 1 dollar. Toutefois, bien que le Comité soit sans doute intéressé à évaluer l'incidence nette que la mise en circulation d'une pièce de 1 dollar aura pour le secteur privé, la Banque n'est pas en mesure d'effectuer pour l'instant une telle estimation.

La décision de lancer une pièce de 1 dollar avec l'intention de la faire circuler sur grande échelle soulève inévitablement d'importantes questions à propos de la poursuite de l'émission du billet de 1 dollar. Toutefois, la décision de retirer de la circulation la coupure de 1 dollar ne signifierait pas nécessairement que les billets de 1 dollar devraient être éliminés immédiatement. Le processus d'ajustement à une nouvelle pièce constituerait un coût pour le secteur privé, et il se peut que le public ait besoin de quelque temps pour s'habituer à la nouvelle pièce. Aussi serait-il peut-être souhaitable, si l'on décide de frapper une pièce de 1 dollar, de la faire circuler pendant au moins quelque temps parallèlement au billet de 1 dollar.

Je voudrais mentionner, en guise de conclusion, que la Banque, comme les autres parties en cause, souhaiterait être avisée de tout changement le plus tôt possible afin de procéder avec le moins d'à-coups possible aux ajustements qui s'imposeront.

Monsieur le président, je vous remercie. La Banque se fera un plaisir de fournir au Comité tous les renseignements dont elle dispose et qui aideront celui-ci dans ses délibérations. Nous serons heureux de répondre à toutes les questions que vous voudrez nous poser.

Appendix

Annexe

1. Estimated value of Bank of Canada notes in circulation, by denomination
Montant estimatif des billets de la Banque du Canada en circulation : Ventilation par coupures

Thousands of dollars

Year-end **En fin d'année**	Total **Total**	$1 **1 $**	$2 **2 $**	$5 **5 $**	$10 **10 $**	$20 **20 $**	$50 **50 $**	$100 **100 $**	$1,000 **1 000 $**
1977	8,625,596	234,887	179,204	373,944	1,196,364	3,993,577	678,710	1,816,263	212,648
1978	9,526,755	245,366	188,520	385,831	1,254,866	4,280,950	800,487	2,114,160	256,575
1979	10,301,803	257,372	198,948	397,558	1,282,072	4,561,833	931,895	2,382,804	289,321
1980	11,095,070	270,172	210,009	404,554	1,283,360	4,806,427	1,099,816	2,694,800	325,932
1981	11,622,656	279,599	218,099	411,053	1,258,526	5,002,866	1,225,771	2,896,431	330,312
1982	12,705,833	288,428	224,803	421,784	1,231,806	5,360,811	1,450,959	3,332,274	394,968
1983	14,150,141	298,799	238,285	447,359	1,246,433	5,824,801	1,685,124	3,894,405	514,936
1984	15,223,067	308,315	244,264	479,537	1,222,917	6,120,128	1,928,449	4,325,989	593,468

2. Estimated volume of Bank of Canada notes in circulation, by denomination
Nombre estimatif des billets de la Banque du Canada en circulation : Ventilation par coupures

Thousands of notes En milliers de billets

Year-end En fin d'année	Total Total	$1 1 $	$2 2 $	$5 5 $	$10 10 $	$20 20 $	$50 50 $	$100 100 $	$1,000 1 000 $
1977	747,543	234,887	89,602	74,789	119,636	196,679	13,574	18,163	213
1978	793,734	245,366	94,260	77,166	125,487	214,048	16,010	21,142	257
1979	835,412	257,372	99,474	79,512	128,207	228,092	18,638	23,828	289
1980	874,015	270,172	105,005	80,911	128,336	240,321	21,996	26,948	326
1981	900,665	279,599	109,050	82,211	125,853	250,143	24,515	28,964	330
1982	939,144	288,428	112,402	84,357	123,181	268,041	29,019	33,323	395
1983	996,458	298,799	119,143	89,472	124,643	291,240	33,702	38,944	515
1984	1,037,075	308,315	122,132	95,907	122,292	306,006	38,569	43,260	593

3. The two banknote printing companies produced some 662 million notes in 1984 for the Bank of Canada, of which 243 million were one dollar notes.

3. Les deux sociétés d'impression de billets ont produit quelque 662 millions de billets pour la Banque du Canada en 1984, dont 243 millions de coupures de 1 dollar.

4. In 1984 some 665 million used notes, of which 270 million were one dollar notes, classified by the financial institutions as unfit for circulation were returned to the Bank. Most of these notes were destroyed although through sorting some fit notes were recovered and reissued.

4. En 1984, environ 665 millions de billets usés (dont 270 millions de billets de 1 dollar) classés comme impropres à la circulation par les institutions financières ont été retournés à la Banque. La plupart de ces billets ont été détruits, mais, dans le cadre des opérations de triage, un certain nombre de billets en bon état a pu être récupéré et remis en circulation.

5. In 1984, some 820 million used notes of which 27 million were one dollar notes, classified by the financial institutions as fit for circulation but temporarily surplus, were deposited with the Bank. Most of these notes were subsequently reissued although through sorting some unfit notes were identified and destroyed.

5. En 1984, environ 820 millions de billets usés (dont 27 millions de billets de 1 dollar) classés comme réutilisables par les institutions financières, mais considérés temporairement en surplus par ces dernières, ont été déposés à la Banque. La plupart de ces billets ont été remis en circulation par la suite, mais, dans le cadre des opérations de triage, un certain nombre de billets jugés impropres à la circulation ont été mis de côté et détruits.

6. Bank of Canada inventory of banknotes
Stock de billets de la Banque du Canada

Millions of notes as at year-end En millions de billets en fin d'année

1977	572
1978	583
1979	656
1980	668
1981	640
1982	662
1983	670
1984	609

7. Bank operating costs for production, transportation and research and development for banknotes
Dépenses de fonctionnement liées à la production des billets de banque, à leur transport et aux recherches sur les billets

Millions of dollars En millions de dollars

1976	14.9
1977	14.0
1978	15.2
1979	18.7
1980	19.6
1981	21.3
1982	25.4
1983	27.1
1984	26.4

8. Average life of banknotes in circulation
Durée de vie moyenne des billets de banque en circulation

	Years Années
$ 1	1
$ 2	1
$ 5	1
$ 10	1 1/2
$ 20	2 1/2
$ 50	4 1/2
$100	8 1/2

Record of press releases

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

Bank of Canada
15 March 1985

The Bank of Canada announced today a change in the printing process for five-dollar banknotes identical to the change made last year for one-dollar and two-dollar notes in order to reduce printing costs. The face of the five-dollar note will continue to be printed using the intaglio steel engraved process combined with lithography but the back of these notes will now be printed using only lithographic and letterpress processes.

This change does not affect the appearance or texture of the five-dollar notes in any appreciable way.

Five-dollar banknotes printed in this manner will begin to be issued in April.

* * * * * *

The printing or publishing of a likeness of current banknotes is prohibited by Section 415 of the Criminal Code of Canada.

Department of Finance
22 March 1985

Signing of U.S.$500 million Eurobond issue is announced

The Honourable Michael Wilson, Minister of Finance, announced today the signing of an agreement for a Government of Canada U.S.$500 million public offering of notes in the Eurobond market. Details of this financing were initially made public on 6 March 1985.

The notes, which have a term of 5 years and bear annual coupons of 11 1/2 per cent, have been priced at par. The notes are non-callable until maturity on March 22, 1990. This offering was made through an international syndicate of banks and investment dealers headed by Deutsche Bank AG, Credit Suisse First Boston Limited, Orion Royal Bank Limited and Wood Gundy Inc.

Mr. Wilson noted that part of the proceeds of this financing will replace reserves that were used to redeem a Swiss Franc 500 million note issue (about U.S.$183 million) which matured on March 14, 1985. The balance of the proceeds will be added to Canada's official holdings of international reserves.

Mr. Wilson also announced that subsequent to the offering of the notes, the annual fixed rate interest costs of the issue were swapped into variable interest rate costs based off the 3-month London Interbank Offered Rate (LIBOR). In effect the total annual cost of the notes of about 12.02 per cent (including commissions) has been converted into a variable quarterly interest rate cost of 3-month LIBOR less a margin of about 50 basis points, or about 8.81 per cent at current levels. This transaction is designed to reduce the total interest charges associated with the notes.

Communiqués reproduits à titre documentaire

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

Banque du Canada
le 15 mars 1985

La Banque du Canada informe le public que les billets de cinq dollars seront dorénavant imprimés selon le procédé utilisé depuis l'an dernier dans la production des billets de un et de deux dollars, et ce afin de réduire les coûts d'impression des billets. L'impression du recto des billets de cinq dollars continue de faire appel au procédé fondé sur la gravure en taille-douce sur acier ainsi qu'à la lithographie; toutefois, l'impression du verso est maintenant faite exclusivement suivant les procédés lithographiques et typographiques.

Cette modification du mode d'impression ne change de façon appréciable ni l'aspect ni la texture du billet de cinq dollars.

Les billets de cinq dollars imprimés selon ce procédé seront mis en circulation à compter d'avril.

* * * * * *

L'article 415 du Code criminel du Canada interdit l'impression et la publication de tout ce qui présente des ressemblances avec les billets de banque ayant cours légal.

Ministère des Finances
le 22 mars 1985

Signature d'une émission d'euro-obligations de É.-U. $500 millions

Le ministre des Finances, Michael Wilson, a annoncé aujourd'hui la signature d'une entente prévoyant l'offre publique de É.-U. $500 millions de billets du gouvernement du Canada dans le marché des euro-obligations. Les détails relatifs à cet emprunt ont été rendus publics le 6 mars dernier.

Les billets, qui ont un terme de cinq ans et offrent des coupons d'intérêt annuel à 11 1/2 pour cent, sont vendus au pair. Ces billets ne sont pas remboursables par anticipation jusqu'à leur échéance le 22 mars 1990. Ils sont offerts par l'entremise d'un consortium international de banques et de courtiers en valeurs mobilières dirigé par la *Deutsche Bank AG, Crédit Suisse First Boston Limited, Orion Royal Bank Limited* et *Wood Gundy Inc*.

M. Wilson a précisé qu'une partie du produit de cet emprunt servira à remplacer les réserves employées au rachat d'une émission de billets de 500 millions de Francs suisses (environ É.-U. $183 millions) venue à échéance le 14 mars 1985. Le solde du produit sera ajouté aux réserves officielles de liquidités internationales du Canada.

M. Wilson a également annoncé qu'à la suite de l'offre de billets, les coûts annuels à taux d'intérêt fixes ont été transformés par crédit croisé en coûts à taux d'intérêt variables fondés à partir du taux interbanque de Londres (LIBOR) à 3 mois. En fait, le coût annuel total des billets, d'environ 12.02 pour cent (commissions comprises), a été converti en un coût à taux d'intérêt trimestriel variable égal à LIBOR à 3 mois moins une marge d'environ 50 centièmes, ou environ 8.81 pour cent aux niveaux courants. Cette opération est conçue de façon à réduire la somme des frais d'intérêt afférents à ces billets.

Department of Finance
22 March 1985

Canada renegotiates U.S.$3.5 billion revolving credit agreement with Canadian banks

The Honourable Michael Wilson, Minister of Finance, today announced a number of amendments to the U.S.$3.5 billion revolving standby credit agreement with a group of Canadian chartered banks that has been in place since 27 December 1977. This action follows similar amendments to Canada's U.S.$4 billion revolving standby credit facility with international banks, announced on 11 January 1985.

The amendments to the agreements with the Canadian chartered banks will provide Canada with more favourable terms including a reduced commitment fee and more flexible, lower-cost borrowing options. The maturity date of the agreement has also been extended from 29 June 1991 to 22 March 1995.

The commitment fee payable on the unused portion of the line has been reduced to 1/8 of 1 per cent per annum from 1/5 of 1 per cent per annum. The lower commitment fee will result in savings of up to U.S.$2.6 million per annum for Canada, depending on the use made of the facility. The amendments also provide for a new competitive bid option which is expected to reduce Canada's borrowing costs when the credit facility is used. Under this option, all of the chartered banks in the loan facility may, at their discretion, bid for a participation in a planned borrowing with the competition leading to lower borrowing costs for Canada. The notice period for this type of advance is four days.

The total amount that may be borrowed by Canada remains unchanged at U.S.$3.5 billion, but the U.S.$400 million limit on the amount that can be borrowed on any one day has been increased to U.S.$700 million. The amendments also provide Canada with the options to draw funds at a spread of 3/8 of 1 per cent over the U.S. dollar Certificate of Deposit (CD) rate as well as at the U.S. prime rate, with no margin, in addition to the option of drawing funds at the London Interbank Offered Rate (LIBOR) plus 1/4 of 1 per cent. These spreads are available for usage of up to 50 per cent of the credit facility. For borrowings in excess of 50 per cent, the relevant spreads increase by 1/8 of 1 per cent. The notice period for LIBOR-based advances has been reduced from four to three days. A three day notice period will also apply to prime and CD-based advances.

The revised agreement also permits Canada to borrow up to U.S.$1 billion from a subset of the participating chartered banks on one day's notice for a maximum term of 14 days. Under this "Swing Line", Canada can obtain funds at the U.S. prime rate or at IBOR plus a spread of 1/8 of 1 per cent, IBOR being defined as the rate at which the major banks are prepared to offer deposits in U.S. dollars to prime banks in the Toronto interbank market.

"With the completion of the amendments to Canada's two revolving standby credit facilities", Mr. Wilson said, "the Government of Canada will be able to manage its international reserves in a more flexible and cost-effective manner."

Ministère des Finances
le 22 mars 1985

Le Canada renégocie la ligne de crédit renouvelable de É.-U. $3.5 milliards auprès des banques à charte canadiennes

Le ministre des Finances, l'honorable Michael Wilson, a annoncé aujourd'hui un certain nombre de modifications de la ligne de crédit renouvelable de É.-U. $3.5 milliards, établie auprès d'un groupe de banques à charte canadiennes le 27 décembre 1977. Cette mesure fait suite à des modifications analogues apportées le 11 janvier 1985 à la ligne de crédit de É.-U. $4 milliards consentie au Canada par un groupe de banques internationales.

Les modifications apportées à l'entente conclue avec les banques à charte canadiennes offriront au Canada des modalités plus favorables, dont une commission d'engagement réduite ainsi que des conditions d'emprunt plus souples et à meilleur marché. L'échéance de l'entente a également été prolongée du 29 juin 1991 au 22 mars 1995.

La commission d'engagement payable sur la partie inutilisée de la ligne de crédit a été réduite à 1/8 de 1 pour cent de 1/5 de 1 pour cent par an. La commission d'engagement réduite permettra au gouvernement du Canada de réaliser une épargne allant jusqu'à É.-U. $2.6 millions par année, selon l'usage qu'il fera de la ligne de crédit. Les modifications permettront également un nouvel octroi d'avances concurrentielles qui devraient réduire les coûts d'emprunt du Canada lors de ses tirages sur la ligne. Cette disposition prévoit que les membres du consortium pourront faire à leur gré une offre de participation à un emprunt prévu, la concurrence prenant les devants pour réduire les coûts d'emprunt au Canada. La période de préavis pour ce genre d'avance sera de quatre jours.

Le maximum que pourra emprunter le Canada demeure inchangé à É.-U. $3.5 milliards, mais la limite de $400 millions pouvant être empruntés en une seule journée a été portée à É.-U. $700 millions. L'entente prévoit également une option d'emprunt avec un écart de 3/8 de 1 pour cent en plus de l'option permettant des tirages au taux interbanque de Londres (LIBOR) plus 1/4 de 1 pour cent. Ces écarts sont disponibles pour les premiers 50 pour cent de la ligne de crédit. Pour les emprunts de plus de 50 pour cent, les écarts prévus augmentent de 1/8 de 1 pour cent. Dans le cas des tirages fondés sur LIBOR la période de préavis a été réduite à trois jours de quatre. Les trois jours de préavis s'appliqueront également dans le cas de tirages fondés sur les taux préférentiel américain et C.D.

L'entente modifiée permet également au Canada d'emprunter jusqu'à É.-U. $1 milliard d'un sous-groupe du consortium bancaire sur avis d'un jour pour un terme de 14 jours au plus. Dans le cadre de cet arrangement dit «Swing Line» le Canada pourra obtenir des fonds au taux préférentiel américain ou au taux IBOR plus 1/8 de 1 pour cent, IBOR étant défini comme le taux que les principales banques sont disposées à offrir sur les dépôts en dollars américains aux grandes banques du marché interbancaire de Toronto.

«Ces modifications aux deux lignes de crédit renouvelables étant en place, le Canada sera en mesure de gérer ses réserves officielles de liquidités internationales de manière plus souple et efficiente,» a affirmé M. Wilson.

Department of Finance
25 March 1985

Support package to ensure viability of Canadian Commercial Bank

The Honourable Barbara McDougall, Minister of State for Finance, announced today that a joint agreement has been reached to ensure the long-term viability of the Canadian Commercial Bank. Parties to the agreement, which involves an infusion of capital with repayment provisions, include the Province of Alberta, six Canadian chartered banks, Canada Deposit Insurance Corporation and the Government of Canada.

The support package is designed to provide the Canadian Commercial Bank with sufficient funds to ensure solvency following a recent and sharp deterioration in its U.S. loan portfolio.

The agreement will result in the purchase by the support group of a package of non-performing loans. This transaction will leave the bank in a strong position of solvency in order to support its deposit base.

Representatives of the Canadian Commercial Bank notified the Office of the Inspector General of Banks on 14 March 1985, that the deterioration in its loan portfolio could place the bank in a position whereby it could be unable to meet its obligations to depositors and creditors.

Following analysis of the Canadian Commercial Bank's position, the Inspector General of Banks determined that an infusion of additional funds in the amount of $255 million would ensure that the bank could continue to play a key role in the western Canadian economy.

A restructuring package initiated by the Canadian Commercial Bank was negotiated by the Inspector General of Banks with the parties to the agreement.

The CDIC, which is funded by member deposit-taking institutions, will provide $75 million. The remaining $180 million will be shared equally by the Province of Alberta, the banking group and the Government of Canada in the amount of $60 million each.

The repayment program calls for the Canadian Commercial Bank to pay 50 per cent of its future pre-tax profits to the participating institutions until the capital is repaid in full. The remaining 50 per cent will be retained by the bank. No common or preferred share dividends will be paid until the repayment program is complete. As part of the transaction, members of the support group will be entitled to receive warrants and payment of principal and interest on subordinated debt will be postponed.

In a separate arrangement, the governments of Alberta, British Columbia, and Canada will be purchasing up to $39 million of the subordinated debt.

"I have full confidence that this cooperative support package involving Canada's largest chartered banks and the two governments will permit the Canadian Commercial Bank to continue its active and important role in the growing economy of western Canada", said Minister of State for Finance Barbara McDougall. "I have in addition been assured by Governor Gerald Bouey that as usual the Bank of Canada stands ready to provide liquidity for Canadian Commercial Bank, if requested, as well as for any other Canadian bank."

The Minister concluded, "This support package represents a strong collective vote of confidence in the health of the economy of western Canada."

Ministère des Finances
le 25 mars 1985

Un programme de soutien assurera la viabilité de la Banque commerciale du Canada

Le ministre d'État aux Finances, l'honorable Barbara McDougall, a annoncé aujourd'hui la conclusion d'un accord assurant la viabilité à long terme de la Banque commerciale du Canada. Le gouvernement de l'Alberta, six banques à charte canadiennes, la Société d'assurance-dépôts du Canada et le gouvernement du Canada, sont parties à cet accord comportant une infusion de capital et des dispositions de remboursement.

Le programme de soutien est conçu de manière à fournir suffisamment de fonds à la Banque commerciale pour maintenir sa solvabilité, suite à une détérioration récente et vive de son portefeuille de prêts aux États-Unis.

L'accord prévoit l'achat par le groupe de soutien d'un contrat global de prêts non productifs d'intérêt. Cette opération assurera que la Banque demeurera fermement solvable, lui permettant ainsi de soutenir sa base de dépôts.

Des représentants de la Banque commerciale ont avisé le Bureau de l'Inspecteur général des banques le 14 mars 1985, qu'en raison de la détérioration de son portefeuillle de prêt, elle pourrait manquer à ses obligations envers les déposants et créditeurs.

Suite à une analyse de la situation de la Banque commerciale du Canada, l'Inspecteur général des banques a déterminé qu'une infusion de capital de l'ordre de $255 millions permettrait à la banque de continuer de jouer un rôle clé dans l'économie de l'Ouest canadien.

Un contrat global de restructuration initié par la Banque commerciale a été négocié par l'Inspecteur général des Banques avec les parties à cet accord.

La SADC – financée par les institutions de dépôt membres – fournira $75 millions. Le gouvernement de l'Alberta, le groupe de banques à charte et le gouvernement du Canada se diviseront les $180 millions restants en parts égales de $60 millions.

Le programme de remboursement prévoit que la Banque commerciale versera 50 pour cent de ses bénéfices avant impôt aux institutions participantes et ce, jusqu'à ce que le capital ait été entièrement remboursé. La Banque retiendra les 50 pour cent restants. Aucun dividende ne sera versé sur les actions ordinaires et privilégiées jusqu'à ce que le programme de remboursement ait été satisfait. Dans le cadre de cette opération, les membres du groupe de soutien pourront recevoir des garanties et paiements de principal, et l'intérêt sur la dette subordonnée sera reporté.

Dans le cadre d'un accord distinct, les gouvernements de l'Alberta, de la Colombie-Britannique et du Canada rachèteront jusqu'à $39 millions de la dette subordonnée.

«Je suis pleinement confiante que ce programme de soutien coopératif regroupant les principales banques à charte du Canada et les pouvoirs publics compétents permettra à la Banque commerciale du Canada de poursuivre son rôle actif et important pour l'économie en essor de l'Ouest canadien,» a affirmé le ministre d'État aux Finances Barbara McDougall. «En outre, j'ai reçu l'assurance du Gouverneur Bouey que la Banque du Canada est disposée, comme toujours, à fournir des fonds à la Banque commerciale du Canada, le cas échéant, ainsi qu'à toute autre banque à charte canadienne».

«Ce programme de soutien constitue un vigoureux vote de confiance collectif à l'égard de la santé de l'économie de l'Ouest du Canada,» a conclu Mme McDougall.

Charts

S2 Monetary aggregates and fiscal policy
S3 Chartered banks
S4 Interest rates
S6 Government of Canada direct and guaranteed securities outstanding
S7 Financing of governments and business
S8 National accounts
S9 Selected economic indicators
S10 Labour market
S12 Prices
S13 Incomes and costs
S14 External trade
S15 Canadian balance of international payments

Symbols used in the charts
A arithmetic scale
L logarithmic scale

Graphiques

S2 Agrégats monétaires et politique financière
S3 Banques à charte
S4 Taux d'intérêt
S6 Encours des titres émis ou garantis par le gouvernement canadien
S7 Financement des gouvernements et des entreprises
S8 Comptes nationaux
S9 Quelques indicateurs économiques
S10 Marché du travail
S12 Prix
S13 Revenus et coûts
S14 Commerce extérieur
S15 Balance canadienne des paiements

Abréviations utilisées dans les graphiques
A échelle arithmétique
L ordonnées logarithmiques

Bank of Canada Review

Revue de la Banque du Canada

May 1985

3 Some major issues facing the world economy over the near term. Remarks by Gerald K. Bouey
9 The Canadian Payments Association. Speech by Serge Vachon
21 Statement by Gerald K. Bouey
25 Statement regarding the Canadian Commercial Bank by Gerald K. Bouey
27 Record of press releases
28 Papers submitted to the Working Group on Exchange Market Intervention

Charts and statistics

S1 INDEX TO CHARTS
S16 INDEX TO STATISTICAL TABLES
S20 Major financial and economic indicators
S26 Bank of Canada
S30 Chartered banks
S60 Other financial institutions
S78 Financial aggregates
S82 Financial markets
S95 Government of Canada securities markets
S113 General economic statistics
S129 Foreign exchange market and reserves
S133 Balance of payments and external trade
S150 Notes to the tables
S157 Articles and speeches: May 1984 to April 1985
S161 SUBJECT INDEX

This Review is published monthly under the direction of an Editorial Board and responsibility for the editorial content rests with this Board.

Members of the Editorial Board:
Gordon Thiessen, Chairman
Gene Fleet, Editor
William Alexander
Jacques Bussières
Charles Freedman
Paul Jenkins
Tim Noël
Vaughn O'Regan
Donald Stephenson
William White

Mai 1985

3 Quelques grands problèmes auxquels fait face l'économie mondiale. Allocution prononcée par M. Gerald K. Bouey
9 L'Association canadienne des paiements. Allocution prononcée par M. Serge Vachon
21 Déclaration faite par M. Gerald K. Bouey
25 Déclaration faite par M. Gerald K. Bouey au sujet de la Banque Commerciale du Canada
27 Communiqués reproduits à titre documentaire
28 Documents présentés au Groupe de travail sur les interventions sur les marchés des changes

Graphiques et tableaux statistiques

S1 LISTE DES GRAPHIQUES
S16 LISTE DES TABLEAUX STATISTIQUES
S20 Principaux indicateurs financiers et économiques
S26 Banque du Canada
S30 Banques à charte
S60 Autres institutions financières
S78 Agrégats financiers
S82 Marchés financiers
S95 Marchés des titres du gouvernement du Canada
S113 Statistiques économiques diverses
S129 Marché des changes et réserves de change
S133 Balance des paiements et commerce extérieur
S150 Notes relatives aux tableaux
S157 Articles et discours : De mai 1984 à avril 1985
S161 INDEX DES SUJETS

Cette Revue est publiée mensuellement sous la direction d'un Comité de rédaction, auquel incombe la responsabilité des pages de rédaction.

Membres du Comité de rédaction :
Gordon Thiessen, Président
Gene Fleet, directrice de la rédaction
William Alexander
Jacques Bussières
Charles Freedman
Paul Jenkins
Tim Noël
Vaughn O'Regan
Donald Stephenson
William White

Cover:
Latvia: Silver five-lati piece

The coin illustrated on the cover is a Latvian 5-lati piece struck in silver. Slightly larger than a Canadian silver dollar, the 5-lati coin was the highest denomination struck by the short-lived Latvian Republic. The Republic was proclaimed on 18 November 1918 and lasted until 1940 when it was annexed by the neighbouring Soviet Union. The first coins of the Republic were struck in 1922 and the last to be issued are dated 1939. The 5-lati piece was not struck until 1929 with subsequent issues in 1931 and 1932. The attractive design shows the profile of a woman wearing a traditional costume and headdress. The figure personifies the Republic while the strands of wheat over her shoulder symbolize the agricultural nature of the country. The side not illustrated features the Arms of the Republic, the date and denomination. The coin forms part of the National Currency Collection, Bank of Canada. Photography by James Zagon, Ottawa.

Couverture :
Lettonie : Pièce de cinq lati en argent

La pièce illustrée en page couverture est une pièce de cinq lati en argent provenant de la Lettonie. Légèrement plus grosse que le dollar en argent canadien, elle fut la pièce de la plus grande valeur frappée par la brève République lettonienne. La Lettonie se proclama république le 18 novembre 1918 mais fut annexée par son voisin, l'Union soviétique, en 1940. Les premières pièces émises par la République furent frappées en 1922, et les dernières, en 1939. Ce n'est qu'en 1929 que fut frappée la pièce de cinq lati. De nouvelles émissions furent lancées en 1931 puis en 1932. La pièce est joliment ornée d'un profil de femme portant le costume et la coiffe traditionnels. Cette femme symbolise la République et les gerbes de blé portées sur l'épaule, la vocation agricole du pays. Sur le revers figurent les armoiries de la République, le millésime et la valeur. Cette pièce fait partie de la Collection nationale de monnaies, Banque du Canada. Photographie : James Zagon, Ottawa.

Subscriptions

Canada and the United States: $10.00 per annum; $25.00 for three years. All other countries: $12.00 per annum; $30.00 for three years.

Public Libraries, Libraries of the Government of Canada and of Canadian provincial and municipal governments (including Crown corporations and agencies), Libraries of Canadian and foreign educational institutions: one half of the regular rate.

Subscription rates include the cost of postage.

Reprints of articles are available at a price of $1.00 for 10 copies of any one article. Individual copies of the Review may be obtained at all Bank of Canada Agencies at a price of $1.00 per copy. Remittances should be made payable to the Bank of Canada, collectable in Canadian currency.

Correspondence should be addressed to Bank of Canada Review
Public Information Division
Secretary's Department
Bank of Canada
Ottawa, Canada
K1A 0G9

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

CN ISSN 0045-1460

Abonnements

Canada et États-Unis : 1 an, 10 $; 3 ans, 25 $. Tous autres pays : 1 an, 12 $; 3 ans, 30 $.

Bibliothèques publiques, bibliothèques du gouvernement canadien, des gouvernements provinciaux et municipaux du Canada (y compris celles des sociétés et agences de la Couronne), bibliothèques des établissements d'enseignement au Canada ou à l'étranger : demi-tarif pour les exemplaires expédiés sous un seul pli.

L'abonnement comprend les frais de port.

On pourra se procurer des tirés à part d'articles parus dans la Revue, au prix de 1 $ le paquet de 10 exemplaires d'un même article.

On pourra également se procurer des exemplaires de la Revue à toutes les agences de la Banque du Canada, au prix de 1 $ chacun.

Paiement à l'ordre de la Banque du Canada.

Adresser toute correspondance à : La Revue de la Banque du Canada
Section de l'information
Secrétariat
Banque du Canada
Ottawa, Canada
K1A 0G9

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

CN ISSN 0045-1460

Some major issues facing the world economy over the near term

Notes for remarks by
Gerald K. Bouey
Governor of the Bank of Canada
to the XXII Meeting of Governors of
Central Banks of the American Continent
Guadalajara, Jalisco, Mexico
9 April 1985

In looking at the recent performance of the world economy two very distinctive and opposite sets of features emerge. On the one hand, total production is rising more vigorously than for some time and inflation, at least among the major industrial countries, has slowed to its lowest rate for many years. However, it is also evident that this clearly favourable pattern of stronger economic activity overall, a pronounced expansion of international trade and declining industrial country inflation is not the complete story, although it is certainly the more important part. On the other side, the poor economic performance of the 1970s, above all the severe worsening of inflation and inflationary attitudes worldwide, left a legacy of major imbalances in the world economy. They are still prominent and have affected the performance of both developed and developing countries. They are being overcome, but only very gradually. While non-inflationary economic expansion itself helps to ease them, it is also apparent that these imbalances require concentrated attention from policy makers if the economic recovery of the past two years is to become the broad and durable expansion that we are all seeking.

The impact of the earlier worldwide inflation, and the entrenched inflationary expectations to which it gave rise, shows up of course most clearly in the overhang of debt. The resulting problems are an almost

Quelques grands problèmes auxquels fait face l'économie mondiale

Allocution prononcée par
M. Gerald K. Bouey
Gouverneur de la Banque du Canada
à la XXII^e réunion des Gouverneurs des
banques centrales du continent américain
Guadalajara, Jalisco, Mexique
9 avril 1985

L'examen de la tenue récente de l'économie mondiale fait ressortir deux évolutions très distinctes et diamétralement opposées. D'un côté, la croissance de la production globale s'accélère depuis quelque temps tandis que le taux d'inflation, tout au moins dans le groupe des pays industriels, est descendu au niveau le plus bas observé depuis de nombreuses années. Toutefois, il est évident également que ce profil nettement favorable, qui se caractérise par une amélioration de l'activité économique, par une expansion prononcée du commerce international et par un ralentissement de l'inflation dans les pays industriels, ne suffit guère à décrire la conjoncture actuelle, bien qu'il en soit l'élément le plus important. D'un autre côté, la piètre tenue de l'économie dans les années 70 – en particulier l'aggravation marquée de l'inflation et des attitudes inflationnistes dans le monde entier – a laissé un héritage de lourds déséquilibres dans l'économie mondiale. Ces déséquilibres, qui sont encore très importants, ont nui à la bonne tenue de l'économie tant dans les pays industrialisés que dans les pays en développement. Les problèmes qu'ils posent sont en train d'être réglés, mais cela se fait très lentement. Certes, une expansion économique non inflationniste est en soi un facteur qui aide à atténuer ces déséquilibres, mais les autorités doivent aussi leur accorder une attention soutenue si elles veulent que la reprise économique des deux dernières années débouche sur l'expansion générale et durable que nous désirons tous.

Les incidences de l'inflation que le monde a connue, ainsi que les attentes que cette inflation a enracinées dans les esprits, se manifestent bien sûr de façon particulièrement

inevitable consequence of the transition from an inflationary world. The decline in inflation has upset the plans of those who had resorted to debt on an increasing scale in what appeared to be a chronically inflationary environment.

The major focus of attention with respect to these debt problems has been on the critical difficulties faced by a range of developing countries starting from mid-1982. We have come a long way since that time in the cooperative and many-sided effort to cope with and gradually improve this situation. Much has been learned about international debt management in the process. Also, we are continuing to develop new approaches to an evolving situation and thereby encourage its orderly improvement, as the recent development of multi-year rescheduling agreements shows. It is well recognized, now that the initial crisis phase has passed, that working through country debt problems is going to be a lengthy business stretching over quite a number of years. For the improvements to be more rapid many elements, including domestic adjustment programs, interest rates and world economic expansion, will have to go very well.

The problems of external indebtedness have their parallel within countries. Moreover, internal indebtedness problems are far from being confined to countries with external debt problems. Wherever plans went ahead on the assumption of high inflation and debt finance – and such plans and assumptions were made widely by governments, businesses and individuals – debt burden problems have subsequently arisen. In Canada, for example, a great deal of effort has been devoted to redressing financial positions over the past two years, and investment and consumer expenditures have been constrained in order to pay down debts.

But while, as I have already suggested, some degree of debt difficulty was probably unavoidable, these problems have been exacerbated by the way inflation had in the end to be fought. The extraordinarily high interest rates that were generated in international financial markets in the early 1980s, as inflation expectations were confronted by determined monetary policy, brought about wrenching adjustments to balance sheets. Tighter fiscal policies would have helped to avoid the extremes in interest rates. Even though interest rates have fallen since, they are still high relative to industrial country inflation, which is now considerably lower, or to the path of commodity prices, which have stayed unusually weak in this recovery.

The largest part of the economic expansion has come from one source, the United States. Without the strong boost from the United States the world recovery would have been considerably delayed because other countries' domestic expansions have been generally sluggish, although gradually picking up. The high level of interest rates in the United States together with the opportunities provided by their rapidly expanding and dynamic economy have attracted a huge volume of capital, boosting the international value of the U.S. dollar in the process. The resulting improvement in the competitive position of exporters in other countries has allowed them to increase their sales to the United States by spectacular amounts. In this way exchange rate responses have caused the strong economic expansion in the United States to be a major impulse to export-led recovery elsewhere in the world. This stimulus to the world economy has, however, come at a price. The pressures transmitted through world financial markets have meant that other countries have had to contend with the uncomfortable combination of high interest rates and very weak exchange rates for their currencies against the U.S. dollar.

All major industrial countries, and many other countries, have been concerned in recent years to bring their government fiscal deficits under better control. However, it is the fiscal deficit in the United States that has been the major source of concern in regard to the performance of the world economy.

This emphasis on the U.S. deficit should not be taken to imply that other countries do not have equally serious, or more serious, problems to face in the management of their own public finances. The reason for the focus on the U.S. situation is the practical one of size – the sheer magnitude of the financing requirement that is generated by the world's largest economy and the consequent attraction of large amounts of savings from the rest of the world. The fact that this requirement came together with a strong demand for credit by the U.S. private sector was bound to have world-scale consequences for interest rates, international capital flows and exchange rates.

There is of course room for disagreement over the extent to which the U.S. fiscal deficit is responsible for the high level of U.S. and therefore world interest rates, the extreme movement in the U.S. dollar against other currencies, and the continually widening trade and current account gap. However, the direction in which the U.S. fiscal situation has affected financial markets is clear enough, and the problems posed by this combination of developments sufficiently worrisome, to make action in the fiscal area by far the most sensible first step in trying to bring about

frappante dans l'ampleur persistante de la dette. Les problèmes qui en résultent sont les conséquences presque inévitables de la transition d'une conjoncture inflationniste à une période de stabilité. La baisse de l'inflation a contrecarré les plans de ceux qui avaient eu de plus en plus recours au crédit à un moment où l'inflation semblait être un phénomène chronique.

Au chapitre de l'endettement, les problèmes qui ont le plus attiré l'attention ont été les graves difficultés auxquelles divers pays en développement ont dû faire face à partir du milieu de 1982. Nous avons fait bien du chemin depuis grâce aux efforts déployés de façon concertée par un grand nombre d'intervenants pour faire face à la situation et pour l'améliorer graduellement. On a ainsi beaucoup appris dans le domaine de la gestion de la dette internationale. Nous continuons également de mettre au point de nouvelles façons d'affronter cette situation, qui évolue sans cesse. Cela facilite une amélioration ordonnée des choses, comme le montrent les accords de rééchelonnement pluriannuels élaborés ces derniers temps. Maintenant que la crise initiale est passée, on reconnaît que le règlement des problèmes d'endettement des pays est une tâche d'envergure, qui s'échelonnera sur plusieurs années. Pour que le processus d'amélioration s'accélère, il faudra compter sur la contribution de nombreux facteurs, notamment les programmes d'ajustement nationaux, les taux d'intérêt et l'expansion économique mondiale.

Les problèmes de la dette extérieure ont leurs pendants à l'intérieur des pays. De plus, les problèmes de la dette intérieure ne se limitent nullement aux pays pour qui la dette extérieure constitue une source de problèmes. Partout où l'on a élaboré des projets à partir de l'hypothèse de taux d'inflation élevés et d'un financement par voie d'emprunts – rappelons que les projets de ce genre étaient une pratique courante pour les gouvernements, les entreprises et les particuliers – l'ampleur de la dette a engendré des problèmes. Au Canada, par exemple, les agents économiques ont fait des efforts considérables pour redresser leur situation financière au cours des deux dernières années, les entreprises préférant limiter leurs investissements et les consommateurs, leurs dépenses, pour rembourser leurs dettes.

Mais même si, comme je l'ai déjà indiqué, certains des problèmes d'endettement étaient probablement inévitables, ces difficultés ont été aggravées par les moyens qu'il a fallu prendre en fin de compte pour combattre l'inflation. Les taux d'intérêt extrêmement élevés qui ont été pratiqués sur les marchés financiers internationaux au début des années 80, au moment où les anticipations inflationnistes se sont heurtées à une politique monétaire ferme, ont forcé les agents économiques à apporter à leurs bilans des ajustements pénibles. Un durcissement des politiques budgétaires aurait contribué à empêcher que le loyer de l'argent atteigne de tels sommets. Bien que les taux d'intérêt aient diminué depuis, ils restent encore élevés dans les pays industrialisés, compte tenu du taux d'inflation, qui est maintenant beaucoup plus faible dans ces pays, et des prix des matières premières, qui sont restés exceptionnellement faibles pendant la reprise actuelle.

All major industrial countries, and many other countries, have been concerned in recent years to bring their government fiscal deficits under better control. However, it is the fiscal deficit in the United States that has been the major source of concern in regard to the performance of the world economy.

This emphasis on the U.S. deficit should not be taken to imply that other countries do not have equally serious, or more serious, problems to face in the management of their own public finances. The reason for the focus on the U.S. situation is the practical one of size – the sheer magnitude of the financing requirement that is generated by the world's largest economy and the consequent attraction of large amounts of savings from the rest of the world. The fact that this requirement came together with a strong demand for credit by the U.S. private sector was bound to have world-scale consequences for interest rates, international capital flows and exchange rates.

There is of course room for disagreement over the extent to which the U.S. fiscal deficit is responsible for the high level of U.S. and therefore world interest rates, the extreme movement in the U.S. dollar against other currencies, and the continually widening trade and current account gap. However, the direction in which the U.S. fiscal situation has affected financial markets is clear enough, and the problems posed by this combination of developments sufficiently worrisome, to make action in the fiscal area by far the most sensible first step in trying to bring about

L'expansion économique est venue essentiellement d'une seule source, les États-Unis. Sans la forte impulsion donnée par l'économie américaine, la reprise mondiale aurait tardé beaucoup plus, car l'expansion a été en général faible dans les autres pays, même si elle s'accélère peu à peu. Le haut niveau des taux d'intérêt aux États-Unis ainsi que les possibilités créées par la croissance rapide et par le dynamisme de l'économie américaine ont attiré un volume énorme de capitaux, ce qui a fait grimper le taux de change du dollar américain. L'amélioration de la position concurrentielle des exportateurs des autres pays qui en a résulté a permis à ces derniers d'accroître de façon spectaculaire leurs ventes aux États-Unis. Ainsi, l'évolution des taux de change a permis, par le biais des exportations, à la vigoureuse expansion économique des États-Unis de donner une vive impulsion à la reprise dans d'autres pays. Mais l'impulsion donnée à l'économie mondiale comportait un prix. À cause des pressions transmises par les marchés financiers internationaux, les autres pays ont été confrontés à des taux d'intérêt élevés et à des taux de change très faibles de leurs monnaies respectives par rapport au dollar américain.

Tous les grands pays industrialisés, ainsi que de nombreux autres pays, se sont souciés ces dernières années de réduire leur déficit budgétaire. En ce qui a trait à la bonne tenue de l'économie mondiale toutefois, c'est le déficit des États-Unis qui constitue la principale source de préoccupations.

L'importance que j'accorde ici au déficit américain ne signifie pas que les autres pays n'aient pas à surmonter des difficultés au moins aussi graves dans la gestion de leurs propres finances. Si la situation des États-Unis attire tellement l'attention, c'est tout simplement à cause de l'ampleur des besoins de financement de cette économie, la plus grande au monde, et à cause de l'ampleur de l'épargne étrangère que ce pays réussit à attirer. Le fait que ces besoins se soient manifestés à un moment où la demande de crédit du secteur privé américain était forte devait inévitablement influencer dans le monde entier les taux d'intérêt, les mouvements des capitaux internationaux et les taux de change.

Les avis sont bien sûr partagés sur le rôle que joue le déficit budgétaire américain dans le haut niveau des taux d'intérêt aux États-Unis – et donc dans le monde entier –, dans les fluctuations très prononcées du dollar américain par rapport aux autres monnaies et dans l'élargissement continuel de l'écart entre les balances commerciales et entre les balances courantes des divers pays. Mais l'orientation que la situation budgétaire des États-Unis a imprimée aux marchés financiers est assez évidente et les problèmes posés par l'ensemble de ces phénomènes sont suffisamment inquiétants pour que l'on considère l'adoption de mesures budgétaires comme le premier pas qu'il faut faire en toute logique pour tenter de promouvoir ce meilleur équilibre économique et financier qui est si important pour les États-Unis et pour le reste du monde.

Les pressions exercées en vue d'un renforcement des obstacles aux importations ont constitué un phénomène particulièrement inquiétant. Les efforts déployés par les pays

the more balanced economic and financial situation that is so important for the rest of the world as well as for the United States.

A particularly disturbing development has been the pressures for increased trade barriers to imports. The drive for increased exports on the part of debtor countries, the problems in industrial countries of adjusting to the shifting patterns of production that accompany world economic development at a time when employment growth has been slow, and the high U.S. dollar, have all generated protectionist demands and a net increase in trade obstacles of one kind or another. The threat posed to the open trading system that has been painstakingly built up over the past few decades is clearly recognized, but it will need a determined commitment to an open world economy to beat back the narrowly focused but powerful pressures ranged on the other side.

Much of the demand for protection comes from the desire of established industries and communities to preserve traditional jobs. Certainly, one of the disappointing features of the recovery among industrial nations so far has been the persistence of unusually high levels of unemployment in many of them. In the United States, whose vigorous domestic expansion has to date been the main force impelling the general recovery in demand and output, the employment problems that have emerged have largely reflected the loss of competitiveness in some traditional goods-producing industries consequent upon the extreme strength of its currency. Elsewhere, however, particularly by all accounts in Europe, the problem seems more deep-seated. A widely shared view is that it is rooted in the lack of flexibility in labour markets in particular and more generally in the cumulation over a number of years of government-sponsored rigidities in economic arrangements that have hampered dynamism in the private sector. The recovery in Europe has been relatively slow. It is still to this stage being driven largely by export demand although there are increasing signs of renewed domestic momentum. A main policy challenge is therefore seen as one of loosening the rigidities that hamper competition, investment in new fields of enterprise and the adaptation of labour to new economic opportunities. This challenge and the importance of resolving it successfully in order to sustain economic expansion is not of course limited to Europe. I can note that it certainly extends to Canada.

Let me now come to some brief conclusions.

One element that I think stands out from this review is that any actions that lead to an easing of world interest rates would be particularly helpful

débiteurs pour accroître leurs exportations, les difficultés qu'ont eues les pays industriels à s'ajuster aux modifications de la composition de la production qui ont accompagné l'évolution économique mondiale durant cette période de faible croissance de l'emploi et la vigueur du dollar américain se sont combinés pour susciter des revendications protectionnistes et porter les pays à renforcer considérablement les divers types d'obstacles aux échanges commerciaux. Bien que l'on soit conscient des menaces que ces attitudes font planer sur le système ouvert d'échanges commerciaux mis sur pied à grand-peine au cours des dernières décennies, il sera impossible de surmonter ces pressions protectionnistes inspirées d'une vision étroite de la réalité, mais néanmoins très fortes, si les autorités ne s'engagent pas à défendre avec détermination le principe d'une économie mondiale ouverte.

Les revendications protectionnistes viennent principalement du désir des industries et des collectivités établies de préserver des emplois traditionnels. Sans aucun doute, l'un des aspects décevants de la reprise qui s'est produite dans les pays industriels jusqu'ici a été la persistance de taux de chômage exceptionnellement élevés dans la plupart de ces pays. Aux États-Unis, où la vigoureuse expansion du secteur intérieur a été jusqu'à présent la principale cause de la reprise générale de la demande et de la production, les problèmes de chômage qui se sont manifestés s'expliquent dans une large mesure par le fait que la très grande vigueur du dollar a diminué la compétitivité de certaines industries traditionnelles de production de biens. Toutefois, le problème semble avoir des racines plus profondes dans les autres pays, ceux d'Europe en particulier, comme l'attestent tous les observateurs. Beaucoup pensent qu'il tire ses origines du manque de souplesse des marchés du travail, et surtout du manque de dynamisme dont ce secteur a fait preuve à cause des rigidités que les pouvoirs publics ont contribué à intégrer au fil des ans aux mécanismes économiques. En effet, la reprise a été relativement lente en Europe; elle y est encore largement tributaire de la demande de produits d'exportation, même si les signes d'une relance intérieure se multiplient. C'est ce qui fait croire que le principal défi dans le domaine des politiques consiste à assouplir les mécanismes trop rigides qui entravent la concurrence et les investissements dans de nouveaux domaines et empêchent la main-d'œuvre de profiter des nouvelles possibilités offertes à l'économie. Ce défi, et le fait qu'il soit important de le relever pour que se poursuive l'expansion économique, ne se pose pas exclusivement à l'Europe. Je peux sans aucun doute dire qu'il se pose aussi au Canada.

Permettez-moi maintenant de tirer quelques brèves conclusions des remarques que je viens de formuler.

Une des idées qui ressortent, je crois, de cet exposé, c'est que toutes les initiatives qui feront baisser les taux d'intérêt mondiaux seront d'un grand secours dans le court terme. C'est pourquoi j'ai insisté sur l'à-propos de mesures budgétaires aux États-Unis. Les mesures destinées à réduire le déficit budgétaire de ce pays, et donc à alléger les

in the near term. That is why I have stressed the desirability of fiscal action in the United States. Actions to compress the U.S. fiscal deficit, to ease the pressure on its own savings, should also be helpful in easing other imbalances on the world economic scene. Furthermore, policies in other countries would be provided with more room for manoeuvre to help sustain the recovery that has depended to date so heavily on the United States.

I am conscious that in focusing, as requested, on the policy issues facing the world economy, I run the danger of accentuating the negative. Let me therefore in finishing give due emphasis to the absolutely vital improvements that have taken place and that make our prospects so much brighter than they seemed a few years ago. The virulent inflationary pressures of the 1970s and early 1980s in industrial countries have been brought under control, even though not completely subdued everywhere. For the world economy as a whole the most trying part of the economic adjustment needed to provide once more the basis for sustainable economic growth is now behind us. The dividends are beginning to appear. As I pointed out earlier, some of the problems we are facing are a legacy of the earlier period of high inflation and the way inflation was brought under control. What is needed at this stage is to avoid policies that add to the problems that remain so that we can consolidate the recovery, widen it, and create the basis for sustained economic expansion.

pressions qui s'exercent sur l'épargne nationale, devraient aider également à réduire certains autres déséquilibres qu'on observe sur la scène économique mondiale. Cela donnerait en outre aux autres pays plus de latitude pour mettre en oeuvre des politiques visant à soutenir la reprise, qui jusqu'ici a largement dépendu des États-Unis.

Je sais bien qu'en mettant l'accent, comme on me l'a demandé, sur les problèmes auxquels l'économie mondiale fait face au niveau des politiques, je risque de trop insister sur le côté négatif des choses. Vous me permettrez donc de conclure en soulignant, comme il convient, les améliorations vraiment vitales qui ont été réalisées et grâce auxquelles notre avenir semble maintenant bien meilleur qu'il ne le paraissait il y a quelques années. Les virulentes pressions inflationnistes que les pays industriels ont connues au cours des années 70 et au début des années 80 ont été maîtrisées, mais elles n'ont pas complètement disparu dans tous les pays. Pour l'économie mondiale dans son ensemble, la phase la plus dure des ajustements économiques nécessaires pour rétablir les bases d'une croissance économique soutenable est maintenant terminée. Et nous commençons même à en récolter les fruits. Comme je l'ai déjà fait remarquer, certains de nos problèmes proviennent de la période d'inflation aiguë que nous avons connue et de la manière dont l'inflation a été maîtrisée. Ce qu'il faut maintenant, c'est éviter de mettre en oeuvre des politiques qui aggraveraient les problèmes qui subsistent, afin que nous puissions consolider et étendre la reprise et poser les bases d'une expansion économique soutenue.

The Canadian Payments Association

Excerpts from remarks by Serge Vachon,
Chairman of the Canadian Payments Association
and Adviser at the Bank of Canada,
to the Canadian Payments System Conference,
Montreal, 15 April 1985

The chief purpose of these remarks is to report on the activities of the Canadian Payments Association since the previous Canadian Payments System Conference some two and a half years ago. A great many developments have taken place within the Canadian payments system during that period, and my remarks are organized around three major themes: first, by way of background, the CPA itself; second, the National Clearing and Settlement System; and, third, planning the evolution of the national payments system. This conference is, however, more concerned with the future than with the past, and I shall conclude with some reflections on the challenges of the future and possible responses by the Association to them.

The Canadian Payments Association

The fundamental reason for the establishment of the CPA was the emergence, during the 1970s, of increasingly electronic means of making payments. This phase in the history of the Canadian payments system was seen to be of importance, not only to the deposit-taking institutions that were providing chequable deposit services, but also to the consumer and corporate sectors of the economy as well. A number of technical, financial, legal, and social questions arose. For example, there was, rightly or wrongly, a perception that the increasingly active non-bank deposit-taking institutions might find themselves at a significant competitive disadvantage if the move to an electronic payments system were to occur without those institutions having a way of influencing that development. Consumer advocates expressed fears that the emerging system might place individuals in the position of revealing more about

L'Association canadienne des paiements

Extraits de l'allocution prononcée par
Serge Vachon, Président de l'Association canadienne des paiements
et Conseiller à la Banque du Canada
à la Conférence sur le système de paiement canadien,
Montréal le 15 avril 1985

Ce que je vous propose ce matin, c'est essentiellement un compte rendu des activités entreprises depuis la dernière Conférence sur le système de paiement canadien tenue il y a environ deux ans et demi. Au cours de cette période, le système de paiement canadien a connu une évolution remarquable que je vais examiner avec vous en trois étapes. Pour brosser la toile de fond de l'exposé, je vais d'abord vous parler de l'ACP elle-même, puis je traiterai du Système national de compensation et de règlement et enfin de la planification de l'évolution du système national de paiement. Cependant, cette conférence étant plutôt tournée vers l'avenir, je terminerai par quelques réflexions sur les défis qui nous attendent et la façon dont l'Association compte les relever.

L'Association canadienne des paiements

La principale cause de la création de l'Association a été l'utilisation croissante qu'on a faite durant les années 70 des techniques électroniques pour effectuer des paiements. Cette étape de l'histoire du système de paiement canadien a été considérée comme très importante non seulement pour les institutions de dépôt mais aussi pour les entreprises et les consommateurs canadiens. Un certain nombre de problèmes d'ordre technique, financier, juridique et social se sont alors posés. Par exemple, on a pensé – à tort ou à raison – que les institutions parabancaires, qui sont de plus en plus actives, pourraient être considérablement désavantagées sur le plan de la concurrence si un système de paiement électronique était mis en place sans leur participation. Tandis que les défenseurs des consommateurs exprimaient la crainte que le nouveau système de paiement ne mette au point des mécanismes qui en diraient beaucoup plus sur les affaires des gens que ceux-ci ne le souhaitent, de leur côté, les économistes se préoccupaient des problèmes qu'un tel système pourrait comporter pour la conduite de la politique monétaire.

C'est dans ce contexte que l'Association canadienne des paiements a été créée en

their personal dealings than they would wish. Academic economists raised questions about difficulties that an electronic payments system might pose for the conduct of monetary policy.

It was in this context that the Canadian Payments Association was established in December 1980. The Association has two objectives, and they are set out in a brief section of the Canadian Payments Association Act. The first objective is to establish and to operate a national clearing and settlement system in which all the institutions directly involved – banks, credit union centrals, federations of caisses populaires, trust and mortgage loan companies, government savings institutions, and the Bank of Canada – can participate as well as share the requisite rights and obligations. The second is "to plan the evolution of the national payments system." This conference itself is an important step towards that second objective.

Membership of the Canadian Payments Association has now grown to the point where one can say that virtually all the major Canadian deposit-taking institutions that offer chequable deposit services are members. Today the CPA has 127 members, namely: all 71 chartered banks; 25 credit union centrals and federations of caisses populaires, representing regional, provincial and national groupings of cooperative financial institutions; 23 federally and provincially incorporated trust companies and mortgage loan companies; 7 so-called "other financial institutions" – Montreal City and District Savings Bank, Province of Alberta Treasury Branches, 5 unaffiliated local credit unions; and, the Bank of Canada which, though not a deposit-taking institution in the conventional sense of that term, is a member of the Association because it is the source of final settlement and the ultimate provider of liquidity for those member institutions that participate directly in the clearing and settlement process. These member institutions together account for approximately 98 per cent of the chequable deposit liabilities of all Canadian deposit-taking institutions.

The direction and management of the Association are exercised by a general manager on behalf of a board of directors. The members of the Board are, with the exception of myself, elected by the CPA's member institutions. The General Manager is given significant powers under the Association's Act.

The Canadian Payments Association represents an approach to developing the payments system of the future in which responsibility for the evolution of the system is entrusted to a private association of institutions that are in the payments business. To the best of my knowledge, the Association was the first initiative of its kind in the world. Since the trends within the Canadian payments system that led to the establishment of the CPA have also emerged in a number of other countries, notably Australia and Great Britain, it is not surprising that CPA-like associations have been proposed in those countries. It is possible to view the Canadian Payments Association and the similar initiatives in these other countries, whether their payment systems are cheque- or giro-based, as providing an appropriate institutional framework for a rapidly evolving environment. The key elements of that environment are, first, a high degree of cooperation in developing and maintaining the infrastructure of national payment systems and, second, intense competition in the markets for various payments services.

The National Clearing and Settlement System

When I addressed the previous Canadian Payments System Conference in November 1982, I noted that the CPA's Board of Directors was then awaiting federal Cabinet approval of the Association's clearing by-law. This approval, which enabled the CPA to assume formal responsibility for the operation of the clearing and settlement system, was given on 16 December 1982, and the transfer of responsibility from The Canadian Bankers' Association to the Canadian Payments Association took place on 1 February 1983.

As we had hoped, the transfer of responsibility went virtually unnoticed by the public. This was due in large measure to a great deal of hard work and cooperation on the part of the staff of the two associations and of a number of CPA member institutions. More importantly, the transfer marked the achievement of one of the first tasks of the CPA's Board of Directors – to give non-bank deposit-taking institutions direct access to the clearing and settlement system and to bring them into full partnership with the chartered banks in the management of that system.

In order to be eligible to represent itself directly in the clearing and settlement process rather than employ an agent, a CPA member institution must, under the provisions of the Association's clearing by-law, account for at least one half of one per cent of the total volume of cheques, money orders and other payment items exchanged in Canada. A member institution that does participate directly in the clearing and settlement

décembre 1980. Cette institution poursuit deux objectifs, qui sont formulés dans un court article de la Loi sur l'Association canadienne des paiements. Le premier est d'établir et de mettre en oeuvre un Système national de compensation et de règlement auquel participeraient toutes les institutions directement intéressées – à savoir les banques, les centrales de *credit unions*, les fédérations de caisses populaires, les sociétés de fiducie ou de prêt hypothécaire, les institutions d'épargne gouvernementales et la Banque du Canada – et au sein duquel elles auraient les droits et les obligations qui s'imposent. Le second objectif consiste à «planifier le développement du système national de paiement»; la conférence d'aujourd'hui est elle-même une étape importante de la poursuite de cet objectif.

Le nombre des membres de l'Association s'est accru au point que l'on peut dire que celle-ci englobe la quasi-totalité des principales institutions canadiennes qui reçoivent des dépôts transférables par chèques. Elle compte maintenant 127 membres, regroupés comme suit : l'ensemble des 71 banques à charte; 25 centrales de *credit unions* et fédérations de caisses populaires représentant des groupes régionaux, provinciaux et nationaux de coopératives financières; 23 sociétés de fiducie ou de prêt hypothécaire, constituées en vertu d'une loi fédérale ou d'une loi provinciale; 7 membres désignés sous la rubrique «autres institutions financières» : La Banque d'Épargne de la Cité et du District de Montréal, les succursales du Trésor de la province d'Alberta ainsi que 5 *credit unions* régionales non affiliées et enfin la Banque du Canada, qui est membre de l'Association bien qu'elle ne soit pas une institution de dépôt au sens courant du terme. C'est la Banque du Canada en effet qui fournit les moyens de règlement final et qui en dernier ressort alimente en liquidités les institutions membres qui participent directement à la compensation et au règlement. Ces membres détiennent environ 98 % de l'ensemble des dépôts transférables par chèques placés dans les institutions de dépôt canadiennes.

L'Association est gérée par un directeur général, qui agit au nom d'un Conseil d'administration. Les membres du conseil, à l'exception de moi-même, sont élus par les institutions membres de l'Association. Le directeur général est investi de pouvoirs importants en vertu de la Loi sur l'Association canadienne des paiements.

L'Association canadienne des paiements représente une approche très originale de l'implantation du système de paiement de l'avenir qu'est le système électronique. À ma connaissance, cette expérience de la mise en place d'un tel système par une association privée d'institutions oeuvrant dans le domaine des paiements est la première du genre au monde. Les tendances qui ont pris naissance dans le système de paiement canadien et qui ont conduit à la création de l'ACP se sont manifestées aussi dans un certain nombre d'autres pays, notamment en Australie et en Grande-Bretagne. Il n'est pas étonnant que la création d'associations similaires ait été proposée dans ces pays. Que ces systèmes de paiement reposent sur des chèques ou sur des virements, ils fournissent un cadre

institutionnel approprié à l'évolution rapide qui se produit dans ces pays. Les deux facteurs-clés de cette évolution sont un haut degré de collaboration dans la mise au point et dans le maintien de l'infrastructure des systèmes nationaux de paiement et une concurrence vigoureuse dans l'octroi des divers services de paiement.

Le Système national de compensation et de règlement

Dans l'allocution que j'ai prononcée à la dernière Conférence sur le système de paiement canadien tenue en novembre 1982, j'avais mentionné que le Conseil d'administration de l'ACP attendait l'approbation du Règlement de compensation par le cabinet fédéral. Cette approbation, qui nous a permis de prendre officiellement en main le Système de compensation et de règlement, a été donnée le 16 décembre 1982, et le transfert des responsabilités assumées jusque-là par l'Association des banquiers canadiens s'est effectué le 1er février 1983.

Comme nous l'espérions, ce transfert de responsabilité s'est produit sans que le public s'en rende compte. Cela a été possible dans une large mesure grâce aux efforts et à la collaboration du personnel des deux associations et d'un bon nombre d'institutions membres de l'ACP. Ce qui est plus important, toutefois, c'est que ce transfert a marqué la réalisation d'une des premières tâches confiées au Conseil d'administration de l'Association canadienne des paiements, celle de donner aux institutions de dépôt parabancaires un accès direct au Système de compensation et de règlement et de les associer sans réserve aux banques à charte dans la gestion du système.

Pour avoir le droit de participer directement à la compensation et au règlement plutôt que par l'intermédiaire d'un agent, une institution membre de l'ACP doit, en vertu du Règlement de compensation de l'Association, traiter un minimum de 1/2 % du volume total des chèques, des mandats et autres effets de paiement échangés au Canada. Une institution membre qui participe directement au processus de compensation et de règlement, ce que ne font pas encore toutes les institutions admissibles, reçoit le titre d'adhérent. Depuis février 1983, cinq institutions de dépôt parabancaires, en plus de la Banque du Canada, ont reçu le statut d'adhérents, qu'avaient déjà dix banques à charte. Ces nouveaux participants sont : La Banque d'Épargne de la Cité et du District de Montréal, *Canada Trustco Mortgage Company*, la Caisse centrale Desjardins du Québec, la Société canadienne de crédit coopératif limitée et, depuis le mois dernier, les succursales du Trésor de la province d'Alberta. Deux d'entre eux, la Caisse Desjardins et la Société canadienne de crédit coopératif limitée, ont été désignés par leurs membres, en l'occurrence les Fédérations de caisses populaires et les centrales de *credit unions*, pour les représenter dans les opérations de compensation. Nous pensons qu'au cours des douze à dix-huit prochains mois, un certain nombre d'institutions de dépôt parabancaires auront rempli les formalités nécessaires à l'obtention du statut d'adhérent.

process, and not all of those eligible do so as yet, is referred to as a Direct Clearer. Since February 1983, five eligible non-bank deposit-taking institutions, in addition to the Bank of Canada, have become Direct Clearers, joining ten chartered banks. These new participants are: Montreal City and District Savings Bank; Canada Trustco Mortgage Company; La Caisse centrale Desjardins du Québec; the Canadian Co-operative Credit Society Limited; and, only last month, the Province of Alberta Treasury Branches. Two of these, La Caisse centrale Desjardins and the Canadian Co-operative Credit Society, have been appointed by their member federations of caisses populaires and credit union centrals to represent them in the clearings. It is anticipated that, during the next 12 to 18 months, some of the other eligible non-bank deposit-taking institutions will complete the necessary preparations to become Direct Clearers.

Direct participation of these non-bank deposit-taking institutions in the clearing and settlement process has also led to the establishment of a direct relationship between them and the Bank of Canada. The non-bank Direct Clearers have opened settlement accounts at the central bank through which their daily clearing gains or losses vis-à-vis the other participants are settled. Each such institution has been granted, on essentially the same basis as a chartered bank, a line of credit under which an unforeseen overdraft on its settlement account may be met by a temporary advance from the Bank of Canada. This direct access to central-bank credit, though not frequently used, provides a useful source of liquidity to chartered banks and non-bank deposit-taking institutions alike.

The operations of the clearing and settlement system are complex and, in many respects, highly automated. In assuming responsibility for its operation, the Canadian Payments Association also assumed a responsibility for maintaining the system and whenever possible increasing its efficiency. In September 1982, therefore, the CPA's Board of Directors established a committee reporting directly to it to discharge this latter responsibility – the National Clearings Committee whose membership comprises representatives of all Direct Clearers.

This Committee's primary role is to conduct an ongoing review of inter-member practices, procedures and standards for the exchange of paper-based and electronic data within the clearing and settlement system. The Committee reviews, again on a continuing basis, the CPA Rules Manual, the procedures and standards in which govern the exchange, clearing and settlement of payment items, and it advises the Board of necessary or desirable changes to these procedures and standards. The Committee also coordinates inter-member efforts to eliminate operational problems and to increase efficiency. As you can appreciate, this is a very essential role in the day-to-day operation of the National Clearing and Settlement System.

Historically the principal thrust of the automation programs of deposit-taking institutions has been the application of computer/communications technology to back-office operations such as general ledger, loan analysis, on-line savings services, and cheque processing. The CPA's Board of Directors was vividly aware, however, that this technology could also be applied to the inter-institutional exchange of payments information, especially with a view to achieving three specific objectives: (i) to reduce the cost and to increase the efficiency of the record-keeping, balancing, confirmation, and settlement procedures within the system; (ii) to provide more timely and accurate information to Direct Clearers about the dollar amounts they gained or lost during the overnight exchange of payment items; and (iii) to establish a settlement mechanism that is sufficiently flexible to accommodate future developments within the national payments system.

Accordingly, in February 1982 the Board approved a project to automate a number of procedures within the clearing and settlement system that were still being performed manually. This led to what we now call the Automated Clearing Settlement System, or ACSS for short. On 19 November 1984, for the first time in almost 100 years, clerks did not meet at clearing houses across the country to strike the "due to" and "due from" balances for each Direct Clearer. Instead, the Automated Clearing Settlement System began to perform the tasks of logging each Direct Clearer's deliveries of payment items to and receipts of items from other Direct Clearers, determining and, where necessary, reconciling the "due to" and "due from" balances, and confirming these balances with the Bank of Canada by means of an on-line, interactive computer/communications network. Each Direct Clearer has access to the network via micro-computers located in its cheque-processing centres, which are used as intelligent terminals for preparing and transmitting messages to other Direct Clearers describing its outgoing shipments of payment items to them. Other micro-computers located in the cash-management areas of

La participation directe de ces institutions de dépôt à la compensation et au règlement a eu également pour effet de créer des liens directs entre elles et la Banque du Canada. Les adhérents autres que les banques ont ouvert à la banque centrale des comptes de règlement au moyen desquels sont réglés les soldes créditeurs ou débiteurs qui résultent de leurs opérations quotidiennes de compensation. La Banque du Canada a accordé à chacune de ces institutions une ligne de crédit qui a été établie essentiellement sur la même base que celle des banques à charte et qui sert à régler tout découvert imprévu et de courte durée au compte de règlement. Cet accès direct au crédit de banque centrale, même s'il n'est pas utilisé de façon fréquente, constitue une source utile de liquidités tant pour les banques à charte que pour les institutions de dépôt parabancaires.

Les opérations du Système de compensation et de règlement sont complexes et, à maints égards, hautement automatisées. En assumant la responsabilité du fonctionnement du système, l'Association canadienne des paiements s'est engagée à en assurer la pérennité et à en accroître l'efficacité dans toute la mesure du possible. C'est pourquoi le Conseil d'administration de l'ACP a créé en 1982 un comité relevant directement de lui – le Comité national de compensation – auquel il a confié cette responsabilité. Ce comité est composé de représentants de tous les adhérents.

La tâche principale de ce comité consiste à revoir continuellement les pratiques, les procédures et les normes qui déterminent l'échange de données électroniques ou de données sur support papier entre les membres du Système de compensation et de règlement. Ce comité révise aussi de façon continuelle le Manuel des règles de l'ACP, où sont décrites les procédures et les normes qui régissent l'échange, la compensation et le règlement des effets de paiement et il informe le Conseil d'administration des modifications qu'il serait nécessaire ou souhaitable d'apporter à ces procédures et à ces normes. Il coordonne également les efforts que déploient les membres de l'ACP pour éliminer les problèmes d'ordre opérationnel et accroître l'efficacité du système. Comme vous pouvez le voir, le CNC joue un rôle essentiel dans le fonctionnement quotidien du Système national de compensation et de règlement.

Dans le passé, les programmes d'automatisation poursuivis par les institutions de dépôt concernaient surtout l'application des techniques téléinformatiques aux opérations courantes de ces établissements : tenue du grand livre, analyse des prêts, services d'épargne en direct, traitement des chèques et ainsi de suite. Toutefois, le Conseil d'administration de l'ACP savait bien qu'on pouvait appliquer aussi cette technologie aux échanges de renseignements sur les paiements, lesquels devraient surtout permettre la réalisation de trois objectifs bien précis : i) réduire les coûts et accroître l'efficacité des procédures de tenue de livres, de conciliation des chiffres, de confirmation et de règlement au sein du Système de compensation et de règlement; ii) fournir plus rapidement aux adhérents des renseignements précis sur les montants dont ils ont été

crédités ou débités à l'occasion des échanges d'effets de paiement effectués après la clôture des opérations; et iii) mettre au point un mécanisme de règlement suffisamment souple pour qu'il puisse s'adapter aux modifications futures du système national de paiement.

C'est ainsi qu'en février 1982 le Conseil a approuvé un projet visant à automatiser un certain nombre de procédures du Système de compensation et de règlement qui, jusque-là, étaient exécutées à la main. Cela a donné naissance au Système automatisé de compensation et de règlement que nous connaissons aujourd'hui, le SACR.

Le 19 novembre 1984, et ce pour la première fois depuis près d'un siècle, les commis ne se sont pas réunis dans les diverses chambres de compensation du pays pour établir les soldes créditeurs et débiteurs de chacun des adhérents. C'est ce jour-là que le Système automatisé de compensation et de règlement de l'ACP a commencé à s'acquitter de ses fonctions, qui consistent à consigner les envois d'effets de paiement que chaque adhérent fait parvenir aux autres ou reçoit d'eux, à établir et, au besoin, à concilier les soldes créditeurs et débiteurs ainsi qu'à communiquer et confirmer ces données à la Banque du Canada par le biais d'un réseau de téléinformatique fonctionnant en direct et en mode interactif. Chaque adhérent a accès à ce réseau au moyen des micro-ordinateurs installés dans ses services de traitement de chèques et qui servent de terminaux intelligents au moment de la préparation et de la transmission aux autres adhérents des messages les avisant de l'arrivée prochaine d'effets de paiement. D'autres micro-ordinateurs, installés ceux-là aux services de gestion de l'encaisse des adhérents, indiquent les gains ou les pertes en termes nets que l'établissement a enregistrés par suite de l'échange des effets de paiement; ils fournissent donc à ce dernier des renseignements précis et tout à fait à jour sur les variations que subit pendant la journée son compte à la Banque du Canada.

Même si le Système automatisé de compensation ne fonctionne que depuis cinq mois, il a déjà atteint et même dépassé les deux premiers objectifs. En outre, la mise en service du SACR a entraîné une modification à peine perceptible mais importante du fonctionnement du marché monétaire canadien, auquel tous les adhérents participent amplement. En effet, comme le SACR rend possible la transmission aux adhérents au début de la journée de données à jour et dont la composition est uniforme d'un adhérent à l'autre, les taux d'intérêt cotés le matin au cours de la première heure des opérations sont des indicateurs plus fiables, la variation des taux de rendement traduisant de façon plus précise l'état réel de l'offre et de la demande de fonds sur le marché à un jour. De toute évidence, cette situation facilite la tâche des responsables de la gestion de l'encaisse des sociétés, des organismes gouvernementaux et des institutions financières qui participent aussi au marché monétaire.

Le troisième objectif du SACR, qui était de faire reposer sur ce système l'évolution future du système national de paiement, commence à peine d'être réalisé.

each Direct Clearer display the institution's net clearing gains or losses resulting from the exchange of payment items, and hence provide timely and accurate information about the day's movements in its account at the Bank of Canada.

Even though the ACSS has been in operation for only five months, it has more than met the first two objectives. Moreover, its implementation has led to a subtle but significant change in the Canadian money market, a market in which all Direct Clearers are major participants. ACSS now provides Direct Clearers with identically structured information earlier each day than was previously possible. This has resulted in more meaningful interest rate quotations during the first hour of trading so that yield movements more fully reflect the true supply of and demand for funds in the overnight market. Clearly this situation benefits the cash managers of corporations, government entities and financial institutions who are also participants in the money market.

The Board's third objective – to make the ACSS a building block for future developments within the national payments system – is only beginning to be achieved.

Planning the evolution of the national payments system

The second, longer-term, objective of the Canadian Payments Association – to plan the evolution of the national payments system – is even more challenging than the first. Clearing and settlement is at the very core of any payments system, and it is upon the more automated clearing and settlement system, ACSS in particular, that any nationwide system of electronic funds transfer will have to be built.

After discussing how the CPA should pursue its second objective, the Board, in September 1983, established the Senior Planning Committee. This standing committee is assigned three major roles in planning the evolution of the national payments system: (i) to identify specific systems development activities pertinent to the CPA and to make recommendations to the Board about the organization of programs and projects in respect of such activities; (ii) to be the principal channel through which the various sectors of the Canadian economy not represented in the Association – consumers, retailers, communications common carriers, equipment manufacturers, and so forth – can make their views on matters related to the payments system known to the CPA; and (iii) to identify subjects that require research and to recommend to the Board how these subjects should be examined.

La planification de l'évolution du système national de paiement

Le second objectif est à plus long terme et il est encore plus stimulant que le premier. La compensation et le règlement sont au coeur même de chaque système de paiement, et tout système national de transfert électronique de fonds devra s'appuyer sur le système de compensation et de règlement le plus automatisé, en l'occurrence le SACR.

En septembre 1983, après avoir étudié la manière dont l'ACP devait réaliser son second objectif, le Conseil d'administration a créé en son sein un comité permanent, qui a reçu le nom de Comité supérieur de planification, à qui il a confié les trois rôles importants dans la planification de l'évolution du système national de paiement : i) déterminer les travaux d'élaboration de systèmes applicables à l'ACP et présenter au Conseil des recommandations portant sur l'organisation de programmes et de projets liés à ces travaux; ii) être le principal moyen de communication par l'entremise duquel les divers secteurs de l'économie canadienne qui ne sont pas représentés dans l'Association – les consommateurs, les détaillants, les entreprises de télécommunications publiques, les fabricants d'équipement etc. – peuvent faire connaître à l'ACP leur point de vue sur des questions touchant le système de paiement; et iii) identifier les questions sur lesquelles des recherches devront être effectuées et faire des recommandations au Conseil sur la façon d'aborder ces questions.

Jusqu'à tout récemment, le Comité supérieur de planification a surtout joué son deuxième rôle, celui d'agent de liaison. À ce titre, le Comité a tenu des réunions avec les représentants de trois groupes qui s'intéressent tout particulièrement aux mécanismes des paiements de demain : l'Association des consommateurs du Canada, le Conseil canadien du commerce de détail et le *Payment Alternatives Communication Exchange*, mieux connu sous le nom de PACE, qui est un groupe multisectoriel favorable à la mise au point d'un réseau électronique de terminaux aux points de vente. De plus, des membres du Comité et des cadres supérieurs de l'ACP ont tenu des réunions informelles avec la direction de l'Association de gestion et de trésorerie du Canada, et des contacts ont été établis aussi avec le ministère fédéral de la Consommation et des Corporations et avec l'Office de la protection du consommateur du Québec. Ces activités de liaison sont essentielles, car nous devons, dans le cadre de notre travail de planification, déployer des efforts graduels pour obtenir un consensus général sur les caractéristiques précises dont devraient être dotés les mécanismes de paiement électroniques. De plus, des conférences comme celle-ci sont aussi pour l'ACP l'occasion de mieux connaître les points de vue de secteurs variés de l'économie sur les questions relatives au système de paiement.

Le Comité supérieur de planification n'a pas pour autant négligé ses deux autres rôles, qui consistent l'un à déterminer les domaines dans lesquels il conviendrait de faire évoluer le système, l'autre à donner une première impulsion à la recherche.

Par exemple, le Comité a proposé récemment de commencer à échanger des messages de correction d'erreurs au moyen de bandes magnétiques. Actuellement, quelque

Until recently, the Senior Planning Committee has devoted most of its attention to its second or liaison role. More specifically, the Committee has held joint meetings with the representatives of three major groups that are concerned with payment mechanisms of the future: the Consumers' Association of Canada, the Retail Council of Canada, and the Payment Alternatives Communication Exchange or PACE, which is a multi-sectoral group interested in the development of a national electronic point-of-sale network. Furthermore, individual members of the Committee and senior staff of the CPA have met informally with the executive of the Cash Management Association of Canada, and contacts have also been made with the federal Department of Consumer and Corporate Affairs and with the Office de la protection du consommateur du Québec. Such liaison activities are essential, since a vital element in planning for the future is the need to work gradually towards a broad consensus on the specific characteristics of individual electronic payment mechanisms. Conferences such as this also provide the CPA with an opportunity to learn more about the views of various sectors of the economy on payments system matters.

The Senior Planning Committee has also pursued its two other roles, namely, identifying desirable system developments and initiating research. For example, it recently proposed the introduction of an exchange of error-correction transactions via magnetic tape. Currently, some 25 million payment messages are exchanged annually on magnetic tape. At some point in the future, occasions are almost bound to arise when because of error it will be highly desirable to be able to reverse all the transactions on a particular tape; it will only be possible to do this promptly by the proposed automated means.

Two studies have been carried out under the general direction of the Committee. The first was an examination by the Association's Legal Counsel of the legal status of the procedures and standards in the CPA Rules Manual. This study identified the important role that these procedures and standards can have in the resolution of certain legal issues and, accordingly, the Board of Directors agreed to the development of a procedure under which portions of the CPA Rules Manual will be made available to any bona fide enquirer upon request. An important aspect of this procedure will be to ensure that the relevant CPA procedure or standard, as it stood on the day of any incident in question, is provided.

The second study by the Senior Planning Committee concerns standards for networks of shared automated teller machines. One of the

25 millions de paiements sont effectués chaque année par bande magnétique. Il se produira très probablement des situations où des erreurs obligeront à annuler toutes les transactions qui sont sur une bande magnétique donnée, ce qui ne pourra être fait promptement que par la méthode automatisée qui a été proposée.

Deux études ont été menées sous la direction générale du Comité. Dans la première, le conseiller juridique de l'Association a examiné le statut juridique des procédures et des normes qui sont contenues dans le Manuel des règles de l'ACP. Cette étude a mis en lumière le rôle important que ces procédures et normes peuvent jouer dans la résolution de certaines questions juridiques litigieuses. C'est pourquoi le Conseil d'administration a accepté que soit élaborée une procédure en vertu de laquelle des parties du Manuel des règles de l'ACP pourront être remises à toute personne de bonne foi qui en fera la demande. Cette procédure aura principalement pour objet d'assurer que toute procédure ou norme pertinente de l'ACP en vigueur au moment où un incident quelconque se produit est communiquée aux intéressés.

La seconde étude qu'a fait mener le Comité supérieur de planification porte sur les normes relatives aux réseaux de guichets automatiques partagés. L'un des progrès les plus intéressants au cours des trente derniers mois a été l'apparition et la prolifération des réseaux de guichets automatiques partagés. De fait, l'utilisation partagée d'un mécanisme de services bancaires au consommateur, comme le guichet automatique, constitue une étape importante de l'évolution du système de paiement canadien. Mais l'utilisation partagée des guichets automatiques soulève une série de problèmes de procédure et de difficultés d'ordre technique et juridique. De toute évidence, l'ACP pouvait apporter une contribution opportune et valable à la solution de ces problèmes. C'est pourquoi on a confié à un comité technique le soin de s'en occuper. Le comité est formé de représentants des établissements membres et de certains autres organismes qui partageront bientôt des réseaux de guichets automatiques.

Le mandat qui a été confié au Comité technique des normes applicables aux réseaux des guichets automatiques partagés est triple : i) établir parmi toutes les normes actuelles celles qui sont applicables aux réseaux de guichets automatiques partagés; ii) établir de quelle manière les normes qui régissent, par exemple, l'interconnexion et la sécurité des télécommunications pourraient être renforcées; et iii) émettre des recommandations à l'intention du Comité supérieur de planification au sujet des nouvelles normes dont l'élaboration s'avère nécessaire, notamment dans le domaine des procédures de règlement.

Le Conseil d'administration de l'ACP vient de recevoir un rapport préliminaire de ce comité technique. Dans ce rapport, le comité technique recommande d'abord que les cartes en plastique émises par les institutions canadiennes de dépôt ainsi que les données que renferme la piste magnétique figurant au dos de ces cartes soient normalisées par l'ACP conformément aux normes internationales en vigueur; le Comité propose aussi que

most interesting developments during the past two and a half years is the emergence and proliferation of shared ATM networks. Indeed, the sharing of a retail-level service-delivery mechanism such as an ATM is a major step in the evolution of the Canadian payments system. But, the sharing of ATMS raises a host of technical, procedural and legal issues and it was obvious that the CPA could make a timely and valuable contribution to the resolution of these issues. Consequently, a technical committee was established to grapple with the issues, its membership consisting of representatives of those member institutions and certain other organizations that are moving quickly towards the sharing of ATMS.

This Technical Committee on Standards Applicable to Shared ATM Networks has a three-part mandate: (i) to determine which existing standards are applicable to shared ATM networks; (ii) to determine in what way the standards currently in use for telecommunications interconnection and security, for example, could be made stronger, and (iii) to make recommendations to the Senior Planning Committee about the development of necessary new standards in, for example, the area of settlement procedures.

The CPA's Board of Directors has recently received a preliminary report by this Technical Committee. In it, the Technical Committee recommended, first, that existing international standards for the physical characteristics of plastic cards and the data contents of the magnetic stripe on the back of the cards be adopted by the CPA as standards for the Canadian deposit-taking industry, and that these standards be widely publicized by the CPA. Second, the Technical Committee recommended, and the Board has agreed, that the responsibility for acting as the Canadian Registrar for Card Issuer Identification Numbers be transferred from The Canadian Bankers' Association to the Canadian Payments Association. Given expectations of the increasingly wide use of payment cards in the years to come, this registry function is an integral part of the CPA's second objective. Initial steps to implement this recommendation have already been put in train.

Third, the report also examined certain legal and operational problems that might arise from the use of pre-authorized payments to facilitate transactions moving through either shared ATM networks or networks of terminals at the point of sale. The Board has agreed that pre-authorized payments are, in fact, an inappropriate means of facilitating variable-amount transactions on shared ATM or POS networks, and in March issued a one-page policy statement to this effect. Copies of the statement are available from the CPA on request.

Fourth, the report identified a number of technical requirements for shared ATM networks and the Board has asked the Technical Committee to refine these requirements and recommend standards for ultimate adoption by the CPA. Finally, the Technical Committee's report made an attempt to describe the flow of messages and the calculations necessary for the settlement of transactions in shared ATM networks, that is, the daily process of acknowledging and settling debt. This is a crucial and complex issue, involving, as it does, the integrity and stability of the National Clearing and Settlement System. Work in this area continues, and we hope to make the results available in the near future.

I should like to turn now to some personal reflections on the challenges of the future and possible responses by the CPA to them.

The challenges of the future

The challenge of the future is not all that different from the challenge of the past – it is to ensure that Canadians continue to be served by one of the best payment systems in the world.

There is a tendency, and it is not an unnatural one, when we contemplate the payments system of the future, to emphasize the new and the exotic at the expense of the existing and the mundane. But consider efficiency for a moment. A major gain in efficiency could be achieved by the simple elimination of counter cheques, which are not machine-processible documents and, hence, must be processed by hand. While such items amount to only some 1 per cent of the total volume of payment items that pass through the clearing and settlement system, there are about 15 million of them processed annually and they account for between 5 and 6 per cent of the total costs of operating the system. Clearly, a reduction in their volume would increase the efficiency of the system and would benefit both the institutions and their customers. The National Clearings Committee has recently recommended to the Board of Directors that the CPA seek the voluntary compliance of all providers of goods and services with the Association's standards for machine-processible items.

A second means of improving the efficiency of the system is by promoting greater use of certain forward-looking procedures and standards. After all, new procedures and standards cannot increase the

l'ACP diffuse largement ces normes. Le Comité technique a recommandé en outre que la tenue des registres des numéros d'identification des émetteurs de cartes relève dorénavant de l'Association canadienne des paiements plutôt que de l'Association des banquiers canadiens, recommandation que le Conseil d'administration a adoptée. Comme on s'attend à ce que les cartes de paiement soient de plus en plus utilisées au cours des prochaines années, la tenue de ces registres fait partie intégrante de la réalisation du deuxième objectif de l'ACP. Les premières démarches ont déjà été entreprises en vue d'appliquer cette recommandation.

Le rapport contient également un examen de certains problèmes juridiques ou de fonctionnement que pourrait poser l'utilisation d'instruments de prélèvement automatique en vue de faciliter les transferts effectués au moyen des réseaux de guichets automatiques partagés ou de terminaux points de vente. Le Conseil d'administration est d'avis que les instruments de paiement préautorisé ne constituent pas de fait un moyen adéquat de faciliter les transferts de fonds de montants variables effectués à l'aide de ces réseaux. En mars, l'Association canadienne des paiements a publié une déclaration de principe d'une page sur le sujet, et elle fournit sur demande des exemplaires de cette déclaration.

Le rapport du Comité technique a exposé en outre un certain nombre de caractéristiques techniques s'appliquant aux réseaux de guichets automatiques partagés et le Conseil a demandé au Comité technique de préciser ces caractéristiques et de recommander des normes que l'ACP pourrait en définitive adopter. Enfin, le Comité technique a tenté dans son rapport de décrire les flux de messages et les calculs associés au processus de règlement des transactions effectuées au moyen de ces réseaux d'utilisation partagée, soit le processus quotidien de reconnaissance et d'extinction de la dette. Il s'agit d'une question cruciale et complexe, qui met en cause l'intégrité et la stabilité du Système national de règlement et de compensation. Nous poursuivons le travail entrepris dans ce domaine et espérons en diffuser les résultats dans un proche avenir.

J'aimerais maintenant vous faire partager quelques réflexions personnelles à propos du défi de l'avenir et des moyens d'action qui s'offrent à nous.

Le défi de l'avenir

Le défi que nous aurons à relever au cours des années à venir ne sera pas si différent de ceux que nous avons connus par le passé. Ce défi, c'est de continuer à offrir aux Canadiens l'un des meilleurs systèmes de paiement au monde.

Il existe une tendance, qui est bien naturelle si l'on songe à ce que sera le système de paiement de demain, à favoriser le nouveau et l'exotique au détriment du déjà vu et de l'ordinaire. Mais examinons de plus près la question de l'efficacité. Le système gagnerait beaucoup en efficacité si l'on éliminait tout simplement les chèques de guichet, qui ne sont pas exploitables par machine et doivent donc être traités manuellement. Quinze millions de ces chèques sont traités chaque année et, bien qu'ils ne représentent que 1 % du nombre total d'instruments de paiement traités par le Système de compensation et de règlement, ils comptent pour 5 à 6 % du coût total d'exploitation du système. Des réductions du nombre de ces chèques de guichet accroîtraient sûrement l'efficacité du système et profiteraient aux consommateurs autant qu'aux institutions de dépôt. Le Comité national de compensation a récemment recommandé au Conseil d'administration de tenter de persuader tous les producteurs de biens et de services de se conformer aux normes qu'elle a établies en ce qui concerne les effets exploitables par machine.

Une autre façon d'améliorer le Système de compensation et de règlement est de favoriser l'utilisation de procédures et de normes tournées vers l'avenir. Car il est bien évident que les nouvelles procédures et normes qui ont été adoptées ne pourront contribuer à accroître l'efficacité du système que si elles sont utilisées; c'est le cas notamment des procédures relatives à l'échange de bandes magnétiques soutenant des ordres de débit ou de crédit. L'échange de bandes magnétiques est à n'en pas douter un moyen plus efficace et moins coûteux que les chèques en papier d'effectuer ces transferts, surtout lorsque les paiements sont périodiques et d'un montant fixe. Malheureusement, l'utilisation des procédures et normes élaborées à cet effet n'est pas aussi répandue qu'elle pourrait l'être, que ce soit dans le secteur public ou privé. Les institutions membres de l'ACP ont donc un rôle important à jouer : celui d'encourager leurs clients, en particulier ceux qui émettent un nombre élevé d'ordres de paiement, à recourir davantage au transfert direct de fonds.

Un des projets auxquels l'ACP pourrait se consacrer dans les prochaines années est l'élaboration d'un système automatisé de transfert des gros paiements. Ce système, tel que je le conçois, ressemblerait au réseau téléinformatique CHAPS en usage au Royaume-Uni. Il permettrait aux adhérents, et par leur entremise aux trésoriers d'entreprise, d'émettre des paiements importants. Pour ce faire, ces trésoriers utiliseraient un terminal les reliant à l'institution avec qui ils font affaire; cette dernière transmettrait le paiement à l'institution où est tenu le compte du bénéficiaire. Le système de transfert serait probablement relié au SACR de sorte que l'institution du bénéficiaire recevrait automatiquement le règlement de l'institution du tireur. Une fois installé, ce système automatisé de transfert des paiements aurait une incidence importante et positive sur les opérations de gestion des encaisses des sociétés, des administrations publiques et des institutions financières qui effectuent des opérations sur le marché monétaire.

En ce qui concerne les nouveaux réseaux de guichets automatiques partagés et de terminaux points de vente, le SACR devrait jouer un rôle à peu près similaire en matière de compensation et de règlement.

efficiency of the system if they are not used, for example, the procedure of exchanging direct credits and debits on magnetic tape. There is no question that magnetic tape exchange is a more efficient and less costly method of effecting transactions than paper cheques, particularly when the payments are recurring and fixed in amount. Unfortunately, the available pertinent procedures and standards are not as widely used as they could be in either the private or public sector. The CPA's member institutions could play a very important role by encouraging their customers, especially those that are issuers or originators of large volumes of payments, to make greater use of direct funds transfer.

One project that could be undertaken by the CPA in the next few years is the development of an automated payments transfer system for large-value payments. Such a system would, as I envisage it, be a computer/communications network, similar to CHAPS in the United Kingdom, which would permit Direct Clearers and, through them, corporate treasurers, to initiate large payments. Corporate treasurers would act by means of a terminal connecting them to a Direct Clearer, who would route the payments message to the payee's Direct Clearer for credit to the payee's account. There would probably be a link to the ACSS so that the payee's institution would automatically receive settlement from the payor's institution. If implemented, such an automated payments transfer system would have a significant and positive impact on the cash-management functions of corporations, government institutions and the financial institutions that are active in the money market.

The ACSS should play a broadly similar role in the clearing and settlement aspects of the emerging shared ATM networks and electronic point-of-sale networks.

The Automated Clearing Settlement System, the work of the National Clearings Committee and the Technical Committee on Standards Applicable to Shared ATM Networks are all part of the Canadian Payments Association's pursuit of its second objective of planning the evolution of the national payments system.

Computer/communications technology to process payments is characterized by high initial costs but low average costs per payment. In these circumstances, cooperation during the development of the national payment system and of new payment mechanisms is crucial if the economies of scale and operating efficiencies inherent in the use of this technology are to be achieved. Establishing standards is an important aspect of this developmental work, since standards are needed to ensure that the system and the new payment mechanisms operate in an efficient, reliable and secure manner.

Le Système automatisé de règlement et de compensation, les travaux du Comité national de compensation et ceux du Comité technique des normes applicables aux réseaux des guichets automatiques partagés montrent bien comment l'Association canadienne des paiements poursuit son deuxième objectif, qui est de planifier l'évolution du système national de paiement.

L'utilisation des techniques téléinformatiques dans le traitement des paiements entraîne des coûts initiaux élevés mais permet un faible coût moyen par transaction. Dans ces conditions, il est essentiel que tous coopèrent à la mise sur pied de notre système de paiement et de nouveaux mécanismes de paiement si l'on veut réaliser les économies d'échelle et profiter des rendements accrus que permettent ces techniques. L'élaboration de normes constitue un aspect important de ce travail, car sans elles le système et les nouveaux mécanismes de paiement ne peuvent fonctionner de façon efficace, fiable et sûre.

S'il est vrai qu'une normalisation excessive peut étouffer la concurrence et l'innovation, l'adoption de normes opportunes et appropriées peut, quant à elle, promouvoir la concurrence. Les cartes de crédit bancaire sont fortement normalisées. Pourtant, l'existence et l'utilisation de normes n'a en aucune façon empêché les émetteurs de se livrer une vive concurrence sur le plan des prix ou sur d'autres plans en vue d'augmenter le nombre de cartes émises et le volume des ventes. Les normes sont par conséquent un moyen d'arriver à nos fins et non une fin en soi. À l'avenir, les réseaux de communication en mode interactif – terminaux points de vente et services bancaires à domicile – et la carte à mémoire nécessiteront l'élaboration de normes pertinentes.

À l'heure actuelle, on peut se procurer presque tout le matériel et tout le logiciel nécessaires à l'installation d'un système électronique de paiement; les techniques ne déterminent donc plus l'évolution du système de paiement. Après avoir inspiré nombre d'idées et de nouveaux services, elles mettent maintenant à notre disposition un ensemble d'outils parmi lesquels on peut choisir une fois que tous les autres problèmes, souvent d'ordre humain, ont été étudiés et résolus. Les problèmes que soulèvent la protection de la vie privée et la sécurité par exemple ne sont généralement pas d'ordre technique, bien que la technique fournisse parfois des éléments de solution. Ces problèmes sont plutôt d'ordre juridique ou psychologique. L'ACP a donc un rôle essentiel à jouer à cet égard : celui de veiller à ce que le cadre juridique, par exemple, soit adapté aux nouvelles méthodes de paiement. L'ACP a d'ailleurs déjà étudié de façon approfondie, au nom de ses institutions membres, les répercussions que peuvent avoir, sur le système de paiement, la Loi sur la preuve, la Loi relative aux enquêtes sur les coalitions et la Loi sur la faillite. Dans tous ces domaines, l'ACP apparaît de plus en plus comme le véritable porte-parole des institutions de dépôt en matière de paiement.

Although excessive standardization can stifle competition and innovation, timely and appropriate standards can promote competition. Bank credit cards, for example, are highly standardized. But, the existence and use of standards has in no way prevented bank card issuers from competing vigorously on the basis of price and non-price factors to increase their cardholder bases and sales volumes. Standards are, therefore, a means to an end, rather than an end in themselves. In the future, interactive communications, both point-of-sale systems and home banking, and the chip card will call for the development of pertinent standards.

At the present time, technology can supply virtually all the hardware and software needed for an electronic payments system; it no longer governs the pace of evolution. Having been the inspiration for a number of new concepts and services, technology now merely offers a set of tools from which a selection can be made, once a wide range of issues, usually human issues, have been addressed and resolved. The issues of privacy and security, for example, rarely turn on a technical argument, although they may be dealt with through a technical solution; rather, they involve legal and even psychological factors. Thus, there is an important role to be played by the Canadian Payments Association in ensuring that the legal framework, for example, continues to be relevant for new payment methods. Indeed, extensive work has already been carried out by the CPA, on behalf of its member institutions, on the payments system implications of the Evidence Act, the Combines Investigation Act, and the Bankruptcy Act. In a very real sense, the CPA is emerging as the voice of deposit-taking institutions on payments system matters.

Statement prepared for the appearance of Gerald K. Bouey Governor of the Bank of Canada

before the House of Commons Standing Committee on Finance, Trade and Economic Affairs
9 May 1985

My latest Annual Report was published some weeks ago; I hope you have had an opportunity to look at it. I propose today not to summarize the Report but rather to underline and to elaborate on some of the important points contained in it. I would also like to bring you up to date on exchange rate and interest rate developments.

The first point I want to draw to your attention is the importance of viewing developments in the Canadian economy in a longer perspective than one year. The progress made in 1984 in expanding output and employment and in lowering inflation was a further advance towards the better economic performance that we all seek after the inflationary experience of the 1970s and early 1980s. The Annual Report provides a reminder of how much our economic recovery has been hampered by the legacy left by high inflation. The severity of the 1981-82 recession and the heavy debt burdens of many businesses and individuals are part of that legacy. Moreover, the way in which inflation was eventually fought around the world placed too much reliance on monetary policy and high interest rates and not enough on fiscal restraint. High interest rates have added to the burdens of debtors, making the process of redressing financial positions more difficult and prolonged, and have left both individuals and businesses cautious about undertaking new spending commitments that would contribute to recovery.

My Report has been criticized for being too concerned about inflation and not sufficiently concerned about unemployment, which is still distressingly high. But inflation and unemployment are not separate concerns – if we take risks with inflation and let it get away on us once more, our overall economic performance will again suffer. Let me also remind you that, despite our progress, the inflation rate in 1984 was still higher than in virtually every year between 1952 and 1972.

Déclaration préparée par M. Gerald K. Bouey Gouverneur de la Banque du Canada

à l'intention du Comité permanent des finances, du commerce et des questions économiques de la Chambre des communes
le 9 mai 1985

Mon dernier Rapport annuel a été publié il y a quelques semaines; je crois que vous avez eu l'occasion de le lire. Je ne me propose pas de vous le résumer, mais plutôt de souligner et d'approfondir avec vous quelques-uns des points importants qu'il contient. J'aimerais aussi vous informer de l'évolution récente du taux de change et des taux d'intérêt.

Le premier point que je veux souligner à votre intention est qu'il est essentiel, lorsqu'on examine l'évolution économique au Canada, de la placer dans un cadre temporel de plus d'un an. Les progrès que nous avons réalisés en 1984 en termes d'accroissement de la production et de l'emploi et de réduction de l'inflation ont constitué une étape dans l'amélioration de la situation économique que nous recherchons tous après l'expérience inflationniste des années 70 et du début des années 80. Le Rapport annuel nous rappelle à quel point l'héritage que nous a laissé le rythme élevé d'inflation de ces années a entravé la reprise économique dans notre pays. La gravité de la récession de 1981-1982 et les lourdes dettes contractées par un grand nombre d'entreprises et de particuliers sont des éléments de cet héritage. En outre, pour combattre finalement l'inflation dans le monde, on a trop utilisé la politique monétaire et les taux élevés d'intérêt et pas assez les contraintes budgétaires. Les taux d'intérêt élevés ont accru le poids des dettes, ce qui a compliqué et prolongé le processus de redressement des situations financières et porté les particuliers et les entreprises à adopter une attitude de prudence face aux nouveaux projets susceptibles de stimuler la reprise.

On a reproché à mon Rapport d'exprimer trop de préoccupations au sujet de l'inflation et pas assez au sujet du chômage, dont le taux est encore alarmant. Mais l'inflation et le chômage ne sont pas deux sujets de préoccupation distincts ; si nous prenons des risques sur le plan de l'inflation et si nous la laissons s'implanter une fois de plus dans notre pays, c'est la tenue générale de notre économie qui va en souffrir de nouveau. Permettez-moi de vous rappeler aussi que, en dépit des progrès que nous avons réalisés, le taux d'inflation était encore plus élevé en 1984 qu'il n'avait été pendant presque toute la période comprise entre 1952 et 1972.

While the overriding objective of monetary policy must be price stability, this does not mean that monetary policy cannot help support and sustain economic expansion. Indeed, because there was scope for reinforcing spending in the economy during 1984 without undermining our progress on inflation, the objective of the Bank's policy operations, as I indicate in the Report, was to encourage a lower level of interest rates. In the event, however, that objective was not achieved because of interest rate and exchange rate pressures coming from abroad. Those pressures have been frustrating and difficult to cope with.

We describe in the Annual Report the role of the U.S. fiscal deficit in contributing to the increases in interest rates in the United States and to the extraordinary strength of the U.S. dollar. As a result of the ensuing distortion of international exchange rates, the Canadian dollar has appreciated substantially against other currencies while depreciating on balance against the U.S. dollar. With these exchange rate divergences, there is no way that we can have an exchange value for our currency that is reasonable in terms of our overall competitive position, in which the relationship with the U.S. dollar is by far the major element, and at the same time have a good competitive position with our trading partners overseas. This situation is causing difficulties for companies and industries that must compete with overseas countries, but this is not a problem which Canada can solve by domestic measures. Despite some recent reversal, the U.S. dollar has remained remarkably strong against all major currencies, and, as is widely recognized, credible action in the United States to reduce their fiscal deficit would improve currency relationships a great deal.

High U.S. interest rates put upward pressure on interest rates throughout the world and, because of our close links with the U.S. economy, particularly on Canadian interest rates. We have at times been able – for short periods – to take some U.S. interest rate pressure on our exchange rate, leaving our domestic interest rates somewhat lower than theirs. But that trade-off was only temporary, and, let me stress, it was only available under favourable conditions. As the Annual Report describes, conditions over the past year did not permit such a trade-off.

The problem we faced for much of that period was not only rising U.S. interest rates but concerns that higher rates would persist because of a large and chronic fiscal deficit in the United States at a time of rapid economic expansion. Last spring when the Bank of Canada set out to moderate the upward external pressure on Canadian interest rates, the Canadian dollar declined rather sharply. Moreover, the further the

Certes, le tout premier objectif de la politique monétaire doit être la stabilité des prix, mais cela ne signifie pas que la politique monétaire ne puisse supporter ou soutenir l'expansion économique. De fait, comme il était possible de renforcer la dépense globale en 1984 sans compromettre les progrès que nous réalisions sur le front de l'inflation, les opérations de la Banque du Canada ont visé, comme je l'ai indiqué dans le Rapport, à encourager une baisse des taux d'intérêt. Cet objectif n'a toutefois pas été atteint à cause des pressions d'origine externe auxquelles ont été soumis nos taux d'intérêt et notre taux de change. Ces pressions ont causé bien des déceptions et ont été difficiles à surmonter.

Nous avons expliqué dans le Rapport annuel le rôle que le déficit budgétaire des États-Unis joue dans la hausse des taux d'intérêt aux États-Unis et dans la vigueur extraordinaire du dollar américain. À cause de la distorsion des taux de change internationaux qui en a résulté, le dollar canadien s'est apprécié considérablement par rapport aux autres monnaies tandis qu'il s'est déprécié par rapport au dollar américain. À cause de ces évolutions divergentes des taux de change et compte tenu de l'importance prédominante de la relation existant entre notre devise et le dollar américain, il est impossible pour le Canada d'avoir un taux de change qui reflète raisonnablement bien sa position concurrentielle sur l'ensemble des marchés et qui soit en même temps compatible avec une bonne position concurrentielle vis-à-vis de ses principaux partenaires commerciaux d'outre-mer. Cet état de choses crée des difficultés aux sociétés et aux industries qui doivent concurrencer les producteurs d'outre-mer, mais ce n'est pas un problème que le Canada peut résoudre par des mesures internes. Bien qu'il se soit quelque peu affaibli récemment, le dollar américain a conservé une vigueur remarquable par rapport à toutes les autres grandes monnaies et l'on s'accorde à reconnaître que les relations entre les devises – que reflètent les taux de change – s'amélioreraient considérablement si les États-Unis adoptaient des mesures qui permettent d'entrevoir une réduction de leur déficit budgétaire.

Le niveau élevé des taux d'intérêt pratiqués aux États-Unis a exercé des pressions à la hausse sur les taux d'intérêt à travers le monde et en particulier sur les taux d'intérêt en vigueur au Canada à cause des liens économiques étroits qui existent entre ces deux pays. Dans le passé, nous avons pu de temps à autre et pendant de courtes périodes faire absorber par notre taux de change une partie des pressions exercées par les taux d'intérêt américains et laisser nos taux d'intérêt intérieurs à des niveaux plus bas que les taux américains. Mais de tels compromis n'étaient que temporaires, et vous me permettrez de souligner que nous ne pouvions les faire que lorsque les circonstances le permettaient. Comme je l'ai expliqué dans le Rapport annuel, les circonstances ne permettaient pas un tel compromis l'année dernière.

Le problème auquel nous avons dû faire face pendant la majeure partie de l'année ne se limitait pas à la hausse des taux d'intérêt américains; il était compliqué par la crainte que ces taux restent élevés à cause du déficit budgétaire énorme et chronique qu'enregistraient les États-Unis en cette période d'expansion économique rapide. Au

Canadian dollar fell, the more strongly investors demanded higher Canadian interest rates to protect themselves against the possibility of losses from still further exchange rate depreciation. In other words, as confidence in the Canadian dollar was weakened through depreciation, this increased the additional yield, or spread, that market investors required from financial assets denominated in Canadian dollars relative to U.S. dollar assets. Furthermore, since the impact of depreciation on investor attitudes is not quickly shaken off, interest rate spreads stayed wider for some time after the bout of exchange rate pressure subsided. In effect, what we had in 1984 was a demonstration that risking a potential loss of confidence in the exchange rate is not a recipe for bringing about lower interest rates.

I would also like to elaborate on the comments in the Annual Report about the effects of exchange rate depreciation. It is all too often forgotten that exchange rate declines affect more than just import prices. Both the prices of domestic goods that compete with imports and goods sold in Canada of a type that can be exported will also go up. How inflationary such widespread price rises will be depends on market conditions. This past year the price effects of depreciation were largely offset because of the fact that the rise in our domestic costs was quite small. However, it takes time for price effects from depreciation to work their way through the economy and we have not yet seen the final result, but I am hopeful that this good performance will continue.

Indeed, for the depreciation to provide effective stimulus to output and employment, the higher prices caused by depreciation must be absorbed without a push for compensating increases in incomes. Otherwise the result will not be an improvement in our international competitive situation but simply more inflation. Advocates of depreciation should squarely recognize the fact that exchange rate declines only provide economic stimulus by squeezing the real incomes of workers. The Annual Report reiterates the Bank of Canada's concern that a large and rapid compression of the purchasing power of Canadians because of exchange rate depreciation risks a self-defeating resurgence of inflationary demands for compensating increases in wages and salaries.

As the Report was being written in February, there was a further sharp strengthening of the U.S. dollar. The Canadian dollar came under downward pressure and once again we were pushed off our course of encouraging lower levels of interest rates in Canada. Before that episode was finished the Canadian dollar had fallen by 6 per cent to a low of nearly 71 U.S. cents and the treasury bill tender rate had risen by over

printemps dernier, lorsque la Banque du Canada a cherché à modérer les pressions à la hausse d'origine externe dont les taux d'intérêt canadiens étaient l'objet, le dollar canadien a subi une baisse assez forte. En outre, plus le dollar canadien baissait, plus les investisseurs réclamaient des hausses des taux d'intérêt canadiens pour se protéger contre les pertes que leur occasionneraient de nouvelles baisses du dollar canadien. En d'autres termes, la dépréciation ayant entamé la confiance dans le dollar canadien, elle a fait augmenter le rendement additionnel, ou l'écart par rapport aux taux des avoirs libellés en dollars américains, que les investisseurs réclament lorsqu'ils achètent des actifs financiers libellés en dollars canadiens. De plus, comme l'influence que la dépréciation a sur les attitudes des investisseurs ne disparaît pas du jour au lendemain, les écarts entre les taux d'intérêt sont restés assez grands bien après que les pressions sur le taux de change se furent calmées. En effet, l'année 1984 a démontré que les initiatives qui risquent d'engendrer une perte de confiance dans le taux de change ne sont guère une recette pour faire baisser les taux d'intérêt.

J'aimerais aussi approfondir les remarques que j'ai faites dans le Rapport annuel au sujet des effets des baisses du taux de change. On oublie trop souvent que les dépréciations ne touchent pas que les prix des importations. Elles engendrent un renchérissement à la fois des produits intérieurs que concurrencent les importations et des produits vendus au Canada mais qui entrent dans la catégorie des biens exportables. Ce sont les conditions du marché qui déterminent dans quelle mesure ces hausses de prix généralisées seront inflationnistes. L'an dernier, les effets de la dépréciation du dollar sur les prix ont été dans une large mesure compensés car l'augmentation des coûts intérieurs a été assez faible. Cependant, les effets que les baisses du taux de change ont sur les prix ne se propagent dans l'économie qu'après un certain temps, et les répercussions finales de la baisse du dollar canadien ne se sont pas encore manifestées. J'espère néanmoins que cette bonne tenue de l'économie va se maintenir.

De fait, pour que la dépréciation stimule véritablement la production et l'emploi, il faut que les hausses de prix qu'elle entraîne soient absorbées sans engendrer de pressions en faveur d'un accroissement des revenus. Sinon elle n'entraînera pas une amélioration de la position concurrentielle du pays, mais tout simplement une aggravation de l'inflation. Ceux qui préconisent la dépréciation doivent reconnaître sans ambages que les baisses de taux de change ne stimulent l'économie qu'en réduisant les revenus réels des travailleurs. Le Rapport reprend une préoccupation maintes fois exprimée par la Banque du Canada, celle qu'une diminution sensible et rapide du pouvoir d'achat des Canadiens engendrée par une dépréciation du taux de change risque de provoquer une nouvelle vague de revendications salariales de caractère inflationniste destinées à compenser les baisses du pouvoir d'achat.

Pendant que nous rédigions le Rapport, soit au mois de février, le dollar américain s'est de nouveau fortement raffermi. Le dollar canadien, lui, a subi des pressions à la baisse, et nous avons été forcés une fois de plus de dévier de notre objectif, qui consistait

2 percentage points to a peak of about 11 1/2 per cent. As before, when the Canadian dollar began to fall, investors sought higher interest rates as protection against the possibility of further exchange rate declines. The Bank operated to moderate the increase in rates but did not engage in a counterproductive attempt to prevent any increase in rates through massive purchases of securities in the market. The attempt to prevent any increase in rates would have risked a loss of confidence in the Canadian dollar and pressures for much steeper increases in interest rates.

Fortunately, some of the speculative burst that drove up the U.S. dollar in the first place seems to have unwound during March and April. That process was aided by some declines in U.S. interest rates, based it seems on evidence that the U.S. economy has not been growing quite so rapidly in recent months. The Canadian dollar regained some of the ground that it lost against the U.S. dollar and our interest rates moved back almost to where they were in January.

While some of the interest rate-exchange rate improvement of March and April has been reversed again during the last couple of weeks, the financial situation today nevertheless looks better than it did in February. It would look better still if the recent decline in external interest rates had reflected action on the U.S. fiscal deficit rather than perceptions of a slower U.S. economic expansion. However, the problem of the deficit does remain a matter of very active policy concern in the United States. The issue that is debated there is *how* to reduce the deficit rather than *whether* to. I think that it is reasonable to believe that the Americans will succeed in dealing with this problem. The prospects for lower Canadian interest rates will also be improved as it becomes increasingly accepted that it is not Canadian policy to encourage exchange rate depreciation and that we are managing our affairs in a sound, non-inflationary fashion.

As I concluded in my Report, our economy is in better shape than it has been for some time. Certainly we have problems – our high unemployment rate and the uneven nature of our economic recovery attest to that. But if we continue to improve our productivity and hold down our costs as we did in 1984, that will help to keep our economy expanding and contribute to a lower unemployment rate.

à favoriser une baisse des taux d'intérêt au Canada. Avant que cet épisode ne prenne fin, le dollar canadien avait baissé de 6 % pour toucher un creux proche de 71 cents É.-U., et le taux des bons du Trésor qui ressort des adjudications hebdomadaires avait augmenté de plus de 2 points de pourcentage pour atteindre un sommet d'environ 11 1/2 %. Comme ils l'ont fait chaque fois que le dollar canadien s'inscrivait à la baisse, les investisseurs ont de nouveau cherché à obtenir des taux d'intérêt plus élevés pour se prémunir contre les risques de nouvelles baisses du taux de change. La Banque a alors effectué des opérations visant à modérer la montée des taux, mais elle n'a pas essayé, ce qui serait d'ailleurs improductif, d'empêcher une quelconque augmentation des taux en procédant à des achats massifs de titres sur le marché. Une telle approche aurait risqué de provoquer une perte de confiance dans le dollar canadien et des pressions en faveur de hausses beaucoup plus fortes des taux d'intérêt.

Certains éléments de la flambée spéculative qui a fait grimper le cours du dollar américain semblent heureusement avoir disparu en mars et en avril. Cela a été facilité par quelques baisses des taux d'intérêt américains imputables apparemment à la publication de données indiquant que la croissance de l'économie américaine n'avait pas été tellement rapide ces derniers mois. Le dollar canadien a repris une partie du terrain perdu par rapport au dollar américain, et nos taux d'intérêt sont retournés à un niveau proche de celui de janvier.

Bien que nous ayons perdu au cours des quelque deux dernières semaines une partie des gains réalisés au chapitre des taux d'intérêt et du taux de change, la situation financière semble meilleure à l'heure actuelle qu'en février. Elle semblerait encore meilleure si la baisse récente des taux d'intérêt à l'étranger avait découlé de mesures visant à réduire le déficit budgétaire américain plutôt que de perceptions d'un ralentissement de l'expansion économique aux États-Unis. Dans ce pays cependant, le problème du déficit continue de susciter, au chapitre des politiques, des préoccupations très intenses. On ne se demande pas aux États-Unis *si* l'on va réduire le déficit, mais *comment* on doit s'y prendre. D'après moi, il est raisonnable de penser que les Américains parviendront à résoudre ce problème. Les perspectives d'une baisse des taux d'intérêt s'amélioreront au Canada également à mesure que l'on se rendra compte que la politique canadienne n'encourage pas la dépréciation du dollar canadien et que nous gérons nos affaires de façon saine et non inflationniste.

Comme je l'ai indiqué en guise de conclusion dans mon Rapport, je pense que notre situation économique est meilleure qu'elle n'a été depuis quelque temps. Nous avons sans aucun doute des problèmes : notre taux élevé de chômage et le rythme inégal de notre reprise économique en sont la preuve. Mais si nous continuons d'améliorer notre productivité et de contenir nos coûts comme nous l'avons fait en 1984, nous contribuerons à maintenir la croissance de notre économie et à réduire le taux de chômage.

Statement regarding the Canadian Commercial Bank prepared for an appearance by Gerald K. Bouey Governor of the Bank of Canada

before the
House of Commons Standing Committee
on Finance, Trade and Economic Affairs
9 May 1985

The Bank of Canada's current degree of involvement with the Canadian Commercial Bank arises from the powers Parliament has given it in the Bank of Canada Act. These powers permit it to act as lender of last resort for Canadian banks in the case of liquidity difficulties, a standard responsibility of central banks.

The Bank of Canada first learned of the particular difficulties confronting the Canadian Commercial Bank when Mr. McLaughlan called on me on March 14th. From that point on I and senior officers of the Bank were in close contact on this matter with the Office of the Inspector General of Banks and other relevant parties in Ottawa. In the ensuing discussions I made known my view that, having regard to the adverse impact of a bank failure at this particular time on the Canadian financial system and the Western Canadian economy, an effort should be made to provide support to the Canadian Commercial Bank if a satisfactory arrangement could be arrived at with other participants. On Wednesday, March 20th, on behalf of the Ottawa group, I invited the six largest chartered banks to send representatives to a meeting on March 22nd at the Bank of Canada in Ottawa to discuss with the Inspector General of Banks, the Deputy Minister of Finance, the Acting Chairman of the Canada Deposit Insurance Corporation and myself the situation of the Canadian Commercial Bank and what might be done to improve it. At an early stage in this meeting I, as the Chairman, made an explicit point of asking each bank representative whether an effort should be made to

Déclaration préparée par M. Gerald K. Bouey Gouverneur de la Banque du Canada au sujet de la Banque Commerciale du Canada

à l'intention du Comité permanent des finances,
du commerce et des questions économiques
de la Chambre des communes
le 9 mai 1985

L'ampleur des opérations que la Banque du Canada effectue depuis quelque temps avec la Banque Commerciale du Canada découle des pouvoirs que le Parlement a conférés à la Banque par la Loi sur la Banque du Canada. Cette loi autorise la Banque du Canada à intervenir, comme prêteur de dernier recours, auprès des banques canadiennes qui ont des problèmes de liquidités, ce qui est une attribution commune aux banques centrales.

La Banque du Canada a été mise au courant le 14 mars des difficultés particulières auxquelles faisait face la Banque Commerciale du Canada, lorsque M. McLaughlan est venu me voir à ce sujet. Depuis, mes proches collaborateurs à la Banque et moi-même avons eu des échanges de vues suivis sur le sujet avec le bureau de l'Inspecteur général des banques et avec d'autres organismes d'Ottawa que la question concernait. Dans les discussions que nous avons eues par la suite, j'ai exprimé le point de vue qu'il fallait, compte tenu de l'incidence négative que la faillite d'une banque pourrait avoir dans la conjoncture actuelle sur le système financier canadien et sur l'économie de l'Ouest du pays, faire un effort pour venir en aide à la Banque Commerciale du Canada si l'on pouvait conclure à cette fin une entente satisfaisante avec d'autres intervenants. Le mercredi 20 mars, au nom du groupe d'Ottawa, j'ai invité les six plus grandes banques à participer à une réunion qui serait tenue à la Banque du Canada à Ottawa le 22 mars et à laquelle leurs représentants, l'Inspecteur général des banques, le sous-ministre des Finances, le président intérimaire de la Société d'assurance-dépôts du Canada et moi-même devions discuter de la situation de la Banque Commerciale du Canada et des mesures à prendre pour l'améliorer. En ma qualité de président de la réunion, j'ai demandé expressément, dès le début des travaux, à chacun des représentants des banques s'il fallait faire un effort pour venir en aide à la Banque Commerciale du Canada. Aucun

provide support for the Canadian Commercial Bank. No bank representative said that the effort should not be made. The meeting of March 22nd gave rise to further meetings over the weekend that resulted in the announcement of the $255 million support package on Monday, March 25th.

As a result of this agreement to inject substantial additional capital funds into the Canadian Commercial Bank, I was able to provide public assurances on March 25th, at the time the support package was announced, that the Bank of Canada stood ready to lend to the Canadian Commercial Bank for its liquidity needs. Subsequently, and as was anticipated by the statement of March 25th, and reiterated in the Bank of Canada press release of April 18th, the Bank of Canada has made substantial secured advances at the Bank Rate to the Canadian Commercial Bank for liquidity purposes and it will if necessary continue to do so.

d'eux n'a répondu qu'il n'y avait pas lieu de faire un tel effort. La réunion du 22 mars a été suivie au cours du week-end d'une série d'autres réunions qui se sont terminées le lundi 25 mars avec l'annonce d'un programme de soutien de 255 millions de dollars.

Comme l'entente conclue prévoyait une aide en capital à la Banque Commerciale du Canada, j'ai été en mesure de donner publiquement le 25 mars, date à laquelle le programme de soutien a été annoncé, l'assurance que la Banque du Canada était prête à fournir à la Banque Commerciale du Canada les liquidités dont celle-ci pourrait avoir besoin. Par la suite, comme il avait été prévu dans la déclaration du 25 mars et comme la Banque du Canada l'avait confirmé dans son communiqué du 18 avril, la Banque du Canada a accordé à la Banque Commerciale du Canada un montant substantiel d'avances garanties. Ces avances, qui ont été accordées au taux officiel d'escompte, visaient à satisfaire les besoins de liquidités de l'institution. La Banque du Canada continuera au besoin de procéder de cette manière.

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
18 April 1985

The April 17th Statement of Assets and Liabilities of the Bank of Canada that was issued today indicates a substantial level of advances outstanding to members of the Canadian Payments Association. It is not the practice of the Bank of Canada to reveal its transactions with individual financial institutions. However, with the agreement of the Canadian Commercial Bank, the Governor, Mr. Gerald K. Bouey, confirmed that the Bank of Canada has been providing liquidity support to that chartered bank. The Governor noted that it is the role of the central bank to act as an ultimate source of liquidity for Canadian banks, and he reiterated that the Bank of Canada stands ready to provide the Canadian Commercial Bank with whatever amount of liquidity support it may require.

Bank of Canada
29 April 1985

The Bank of Canada announced today the award, on the basis of competitive tenders, of a contract to Ellis-Don Limited for the construction of the Bank's new eleven storey, 200,000 square foot office building on the northwest corner of Kent and Sparks Streets. This site has been leased from St. Andrew's Church and the Crown for a period of 75 years. The total cost of the project, including the site, contruction and furnishings, is estimated to be $32.4 million.

The new building was designed by Jim Strasman, Architects Inc. Like the existing Bank of Canada towers it will have a glass curtain wall, but it will have a mansard roof to complement the East Memorial Building immediately to the west. A small park will be developed to the north of the new building and west of St. Andrew's Church facing Wellington Street. A tunnel under Kent Street will connect the new building to the existing Bank of Canada building.

Construction has begun and is expected to be completed within eighteen months.

The Bank of Canada previously issued press releases regarding this building on 24 February 1984 and 21 February 1985.

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 18 avril 1985

L'état de l'actif et du passif de la Banque du Canada qui a été publié le 17 avril fait ressortir un niveau élevé d'avances aux membres de l'Association canadienne des paiements. En règle générale, la Banque du Canada ne dévoile pas les opérations qu'elle effectue avec une institution financière donnée. Cependant, le Gouverneur de la Banque du Canada, M. Gerald K. Bouey, a confirmé, avec le consentement de la Banque commerciale du Canada, que la Banque du Canada fournit depuis quelque temps à cette banque à charte une aide financière sous forme de liquidités. Le Gouverneur a ajouté que la banque centrale constitue pour les banques à charte la source de liquidités de dernier recours et il a répété que la Banque du Canada est prête à fournir à la Banque commerciale du Canada toutes les liquidités dont cette institution peut avoir besoin.

Banque du Canada
le 29 avril 1985

La Banque du Canada a annoncé aujourd'hui qu'après avoir procédé par appel d'offres, elle a octroyé à Ellis Don Limited le contrat de construction de l'immeuble à bureaux de onze étages et de 200 000 pieds carrés qu'elle fait bâtir à l'angle nord-ouest des rues Kent et Sparks. Le terrain a été loué de l'Église St. Andrew's et de la Couronne pour une durée de 75 ans. Le coût total du projet, qui comprend le terrain, la construction et l'ameublement, devrait s'élever à 32,4 millions de dollars.

Le nouveau bâtiment a été conçu par la firme Jim Strasman Architects Inc. Comme les tours actuelles de la Banque, ce nouvel immeuble aura des parois extérieures en verre, mais il aura un toit mansardé, qui s'harmonisera avec l'édifice East Memorial, situé du côté ouest. Un petit parc sera aménagé au nord du nouveau bâtiment et à l'ouest de l'église St. Andrew's, face à la rue Wellington. Le nouveau bâtiment sera relié au complexe existant par un tunnel creusé sous la rue Kent.

Les travaux ont débuté et devraient se terminer d'ici à dix-huit mois.

La Banque du Canada a publié un communiqué au sujet de ce projet le 24 février 1984 et un autre le 21 février 1985.

Papers submitted to the Working Group on Exchange Market Intervention

Documents présentés au Groupe de travail sur les interventions sur les marchés des changes

An earlier version of the following study was submitted to the Working Group on Exchange Market Intervention established in June 1982 at the Versailles Summit of Heads of State and Government. The Group was charged to look into the effectiveness and advisability of official intervention in foreign exchange markets as a tool of economic policy.

Single copies of this publication may be obtained by writing to Public Information Division, Secretary's Department, Bank of Canada, Ottawa K1A 0G9.

Une version antérieure de cette étude a été présentée au Groupe de travail sur les interventions sur les marchés des changes, qui a été constitué en juin 1982, à Versailles, au Sommet des chefs d'État et de gouvernement. Le Groupe avait été chargé d'étudier si l'intervention officielle sur les marchés des changes était un instrument de politique économique efficace et souhaitable.

On peut obtenir des exemplaires de cette publication en s'adressant à la Section de l'information, Secrétariat, Banque du Canada, Ottawa K1A 0G9.

Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, D.C.

Staff Study No. 135: Small Empirical Models of Exchange Market Intervention: Applications to Germany, Japan, and Canada (April 1985)
by Deborah J. Darker
Staff, Federal Reserve Bank of New York
Richard A. Haas
Economist, International Monetary Fund
Dale W. Henderson, Steven A. Symansky, and Ralph W. Tryon
Staff, Board of Governors

Conseil des gouverneurs du Système de la réserve fédérale, Washington, D.C.

Document de recherche nº 135 : Small Empirical Models of Exchange Market Intervention : Applications to Germany, Japan and Canada (Avril 1985)
par Deborah J. Darker
Banque de réserve fédérale de New York
Richard A. Haas
Économiste
Fonds monétaire international
Dale W. Henderson, Steven A. Symansky et Ralph W. Tryon
Conseil des gouverneurs

Charts

Graphiques

S2 Monetary aggregates and fiscal policy
S3 Chartered banks
S4 Interest rates
S6 Government of Canada direct and guaranteed securities outstanding
S7 Financing of governments and business
S8 National accounts
S9 Selected economic indicators
S10 Labour market
S12 Prices
S13 Incomes and costs
S14 External trade
S15 Canadian balance of international payments

S2 Agrégats monétaires et politique financière
S3 Banques à charte
S4 Taux d'intérêt
S6 Encours des titres émis ou garantis par le gouvernement canadien
S7 Financement des gouvernements et des entreprises
S8 Comptes nationaux
S9 Quelques indicateurs économiques
S10 Marché du travail
S12 Prix
S13 Revenus et coûts
S14 Commerce extérieur
S15 Balance canadienne des paiements

Symbols used in the charts
A arithmetic scale
L logarithmic scale

Abréviations utilisées dans les graphiques
A échelle arithmétique
L ordonnées logarithmiques

Bank of Canada Review

Revue de la Banque du Canada

June 1985

3 Exchange rates and national financial policies. Remarks by Gerald K. Bouey, Governor of the Bank of Canada
11 Chartered banks: Quarterly classification of deposit liabilities

Charts and statistics
S1 INDEX TO CHARTS
S16 INDEX TO STATISTICAL TABLES
S20 Major financial and economic indicators
S26 Bank of Canada
S30 Chartered banks
S60 Other financial institutions
S78 Financial aggregates
S82 Financial markets
S95 Government of Canada securities markets
S113 General economic statistics
S129 Foreign exchange market and reserves
S133 Balance of payments and external trade
S151 Notes to the tables
S159 Articles and speeches: June 1984 to May 1985
S163 SUBJECT INDEX

Juin 1985

3 Les taux de change et les politiques financières nationales. Allocution prononcée par M. Gerald K. Bouey, Gouverneur de la Banque du Canada
11 Répartition trimestrielle du passif-dépôts des banques à charte

Graphiques et tableaux statistiques
S1 LISTE DES GRAPHIQUES
S16 LISTE DES TABLEAUX STATISTIQUES
S20 Principaux indicateurs financiers et économiques
S26 Banque du Canada
S30 Banques à charte
S60 Autres institutions financières
S78 Agrégats financiers
S82 Marchés financiers
S95 Marchés des titres du gouvernement du Canada
S113 Statistiques économiques diverses
S129 Marché des changes et réserves de change
S133 Balance des paiements et commerce extérieur
S151 Notes relatives aux tableaux
S159 Articles et discours : De juin 1984 à mai 1985
S163 INDEX DES SUJETS

This Review is published monthly under the direction of an Editorial Board and responsibility for the editorial content rests with this Board.

Members of the Editorial Board:
Gordon Thiessen, Chairman
Gene Fleet, Editor
William Alexander
Jacques Bussières
Charles Freedman
Paul Jenkins
Tim Noël
Vaughn O'Regan
Donald Stephenson
William White

Cette Revue est publiée mensuellement sous la direction d'un Comité de rédaction, auquel incombe la responsabilité des pages de rédaction.

Membres du Comité de rédaction :
Gordon Thiessen, Président
Gene Fleet, directrice de la rédaction
William Alexander
Jacques Bussières
Charles Freedman
Paul Jenkins
Tim Noël
Vaughn O'Regan
Donald Stephenson
William White

Cover:
Engand: Elizabeth I milled sixpence 1562

Elizabeth I became Queen of England and Ireland in November 1558 upon the death of her sister Mary. At the time of her accession much of the coinage was of poor quality, with base silver pieces driving good silver out of circulation. To remedy the situation, Elizabeth ordered a recoinage of the silver in late 1560. Silver coins were struck at a fineness of 91.6 per cent and increased to 92.5 per cent within two months.

To hasten the process, a second mint was opened at the Tower of London, and a Frenchman named Eloy Mestrelle was authorized to set up the first coinage mill and press in England. Coins from Mestrelle's machinery were produced alongside the hammered coins being struck at the other Tower mint. The number of pieces produced by the new method probably was in the hundreds of thousands, with about three quarters of the production being sixpences. The initial silver coinage produced by Mestrelle consisted of shillings (12 pence), groats (4 pence), half groats (2 pence) and pennies, along with a small number of gold coins. Later 6 pence, 3 pence, 1 1/2 pence and 3/4 pence were added, each bearing a rose behind the Queen's head to differentiate between other denominations that were close in size. Mestrelle, however, was unpopular with the moneyers who preferred the old hammer method of striking coins, and by 1571 they had seen to it that Mestrelle was out of a job, although he was allowed to retain his lodgings in the Tower. In October 1577 he was arrested on a charge of counterfeiting, and historians speculate that Mestrelle was convicted and hanged in 1578. Milled coins were not struck again for circulation until 1638 during the reign of Charles I and then only in small quantities compared to the hammered issues. Mestrelle's coins were of excellent quality and survived both him and his machinery. They continued to circulate for 130 years, and Shakespeare refers to them being kept as gaming counters. The coin illustrated on the front cover is a thin silver piece struck without a restraining collar and with a plain edge, and is about the size of a Canadian twenty-five cent piece. The coin is part of the National Currency Collection, Bank of Canada. Photography by James Zagon, Ottawa.

Couverture :
Angleterre : Pièce de six pennies frappée au balancier sous le règne d'Élizabeth I^re

Elizabeth fut sacrée reine d'Angleterre et d'Irlande en novembre 1558 à la mort de sa soeur Marie Tudor. À cette époque, les pièces d'argent anglaises étaient pour la plupart de piètre qualité car les pièces de mauvais aloi supplantaient les pièces de bon aloi. Pour corriger cette situation, Élizabeth fit frapper à la fin de 1560 de nouvelles pièces d'argent, dont le titre qui était de 91,6 % au début fut porté à 92,5 % deux mois plus tard.

Pour accélérer la production des nouvelles pièces, un second atelier monétaire fut ouvert à la Tour de Londres, et un Français nommé Eloy Mestrelle fut chargé de mettre sur pied la première presse monétaire de l'Angleterre. La nouvelle méthode fut utilisée parallèlement à l'ancienne, de sorte qu'on frappait des pièces au balancier dans l'un des ateliers de la Tour pendant que dans l'autre on frappait toujours au marteau. Il semble que des centaines de milliers de pièces, dont les trois-quarts environ étaient des pièces de six pennies, ont été produites sur la nouvelle presse. Mestrelle frappa d'abord des shillings (12 pennies), des gros (4 pennies), des demi-gros (2 pennies) et des pennies en argent ainsi que quelques pièces d'or. Sur les pièces de 6 et de 3 pennies, de un penny et demi et de trois-quarts de penny qu'il frappa plus tard, Mestrelle grava une rose derrière la tête de la reine afin de distinguer ces pièces de celles de valeur différente mais de mêmes dimensions. Mestrelle s'attira l'hostilité des autres monnayeurs, qui préféraient la traditionnelle frappe au marteau. En 1571, ceux-ci le firent congédier mais il continua de loger dans la Tour. En octobre 1577, Mestrelle fut arrêté pour contrefaçon et, selon certains historiens, il aurait été condamné et pendu en 1578. Ce n'est qu'en 1638, sous le règne de Charles I^er, que l'on eut de nouveau recours à la technique du balancier, mais on frappa alors beaucoup moins de pièces selon ce procédé qu'au marteau. Les pièces produites par Mestrelle étaient d'excellente qualité et elles survécurent tant à leur créateur qu'à son engin. Elles circulèrent pendant encore 130 ans et, dans une de ses oeuvres, Shakespeare mentionne qu'elles firent office de jetons de jeu. La pièce illustrée en page couverture est une mince pièce d'argent sans bourrelet, et dont la tranche n'est pas ornée; ses dimensions sont à peu près identiques à celles d'une pièce canadienne de 25 cents. Elle fait partie de la Collection nationale de monnaies, Banque du Canada. Photographie : James Zagon, Ottawa.

Subscriptions

Canada and the United States: $10.00 per annum; $25.00 for three years. All other countries: $12.00 per annum; $30.00 for three years.

Public Libraries, Libraries of the Government of Canada and of Canadian provincial and municipal governments (including Crown corporations and agencies), Libraries of Canadian and foreign educational institutions: one half of the regular rate.

Subscription rates include the cost of postage.

Reprints of articles are available at a price of $1.00 for 10 copies of any one article. Individual copies of the Review may be obtained at all Bank of Canada Agencies at a price of $1.00 per copy. Remittances should be made payable to the Bank of Canada, collectable in Canadian currency.

Correspondence should be addressed to Bank of Canada Review
Public Information Division
Secretary's Department
Bank of Canada
Ottawa, Canada
K1A 0G9

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

CN ISSN 0045-1460

Abonnements

Canada et États-Unis : 1 an, 10 $; 3 ans, 25 $. Tous autres pays : 1 an, 12 $; 3 ans, 30 $.

Bibliothèques publiques, bibliothèques du gouvernement canadien, des gouvernements provinciaux et municipaux du Canada (y compris celles des sociétés et agences de la Couronne), bibliothèques des établissements d'enseignement au Canada ou à l'étranger : demi-tarif pour les exemplaires expédiés sous un seul pli.

L'abonnement comprend les frais de port.

On pourra se procurer des tirés à part d'articles parus dans la Revue, au prix de 1 $ le paquet de 10 exemplaires d'un même article.

On pourra également se procurer des exemplaires de la Revue à toutes les agences de la Banque du Canada, au prix de 1 $ chacun.

Paiement à l'ordre de la Banque du Canada.

Adresser toute correspondance à : La Revue de la Banque du Canada
Section de l'information
Secrétariat
Banque du Canada
Ottawa, Canada
K1A 0G9

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

CN ISSN 0045-1460

Exchange rates and national financial policies

Notes for remarks by Gerald K. Bouey
Governor of the Bank of Canada
to the 27th Annual Congress of the Association Cambiste Internationale,
Toronto, 1 June 1985

I want first to thank the Forex Association of Canada for inviting me to this important international gathering of specialists involved in foreign exchange trading. Not only do I welcome the opportunity to meet many of you on this occasion, I also have some things I would like to say about the behaviour of exchange rates, and I am not likely to find a more appropriate audience.

I believe that there are serious problems with the way exchange markets have been behaving in recent years. Let me say quickly, just so that you can relax, that in my opinion none of it is the fault of this audience. Or perhaps I should say hardly any of it! The trouble is that for years now foreign exchange markets have been characterized not only by considerable volatility in rates over short periods but also by wide cumulative swings over time. There may be some argument about the extent to which short-term exchange rate volatility has involved extra costs in completing transactions associated with international trade. For reasons that I will mention later, I am inclined to think it does matter. However, in the case of the cumulative swings, there can be no doubt that there have been, and will continue to be, serious costs for those affected by the resulting shifts in production back and forth between industries, regions and countries. The shifts that have taken place have not been at all closely related to fundamental changes in international competitiveness, the consequences for trade flows have been dramatic, and the pursuit of stable domestic policies has been greatly complicated.

Les taux de change et les politiques financières nationales

Allocution prononcée par M. Gerald K. Bouey
Gouverneur de la Banque du Canada
au 27^e Congrès annuel de l'Association Cambiste Internationale,
Toronto, le 1^er juin 1985

Permettez-moi tout d'abord de remercier Forex Canada de m'avoir invité à cette importante réunion internationale de cambistes. Cette invitation me réjouit car non seulement elle me donne l'occasion de faire la connaissance de plusieurs d'entre vous, mais également parce qu'elle me permet d'exprimer mes vues sur le comportement des taux de change. Je ne peux d'ailleurs songer à une meilleure tribune pour le faire que celle-ci.

Je crois que le comportement des marchés des changes n'a vraiment pas été satisfaisant ces dernières années. Je dirai tout de suite, pour vous mettre à l'aise, que je ne tiens pas cet auditoire responsable de cet état de choses — ou devrais-je dire plutôt qu'il en est si peu responsable. Depuis des années maintenant, les marchés des changes ont été catactérisés non seulement par une instabilité considérable des taux en courte période, mais aussi par de fortes fluctuations cumulatives sur longue période. Il est vrai que les avis sont partagés quant à l'importance du rôle qu'a joué l'instabilité des taux de change en courte période dans l'augmentation des coûts des transactions liées au commerce international. Pour ma part, je suis porté à croire, pour des raisons que j'expliquerai plus loin, que ce rôle n'est pas négligeable. Il ne fait toutefois aucun doute que le coût attribuable aux fluctuations cumulatives a été et restera élevé pour ceux qui ont été touchés par les déplacements de production entre secteurs, régions et pays. Ces déplacements n'étaient nullement liés de près aux changements profonds de la compétitivité internationale, leurs incidences sur les flux commerciaux ont été spectaculaires et ils ont grandement compliqué la poursuite de politiques intérieures stables.

Les fluctuations cumulatives des taux de change ont été plus marquées ces dernières

The cumulative movements in exchange rates have been more extreme in recent years than at any time since major currencies began to float against each other in the early 1970s. While the U.S. dollar declined significantly against the currencies of most major countries through much of the 1970s, its rebound since the beginning of 1981 has been a great deal sharper. For example, in terms of the Deutschemark, the U.S. dollar has appreciated by about 60 per cent during this rebound. The Canadian dollar has moved by much less against the U.S. dollar than most other major currencies, but against a trade-weighted average of major currencies other than the U.S. dollar the rise in the Canadian dollar since the beginning of 1981 has been over 40 per cent.

These huge cumulative moves in exchange rates have moreover been accompanied by an extraordinary increase in short-term fluctuations. Let me offer you a couple of statistics. The closing U.S. dollar-Deutschemark exchange rate has moved by more than one per cent on a single day about one quarter of the time so far in 1985. The movement over four-week periods has been in excess of 5 per cent about one third of the time. As a basis for comparison, I would remind you that under the Bretton Woods arrangements, which prevailed in the postwar period until 1972, exchange rates were not allowed to vary in total around their fixed, though of course adjustable, parities by more than plus or minus one per cent. In the initial years of floating exchange rates after 1972, as well as in the earlier Canadian experience, the short-term volatility of rates was much less than it is now.

The current divergences in exchange rate relationships have provided enormous opportunities for firms and industries outside the United States to increase their output and their sales to the United States. These firms and industries have expanded, drawing in labour and other resources from other domestic industries. By contrast, in the United States the traditional export industries and most of those industries that compete with imports have found their situations very difficult with unused plant capacity and high levels of unemployment. This has also been true of Canadian industries that compete with overseas countries. Such large shifts of production and employment do not occur without cost. If the shifts are more or less permanent, the costs associated with the dislocation, temporary unemployment and scrapping of plant and equipment that are involved are bound to be outweighed by the benefits. But if, as I believe, the current pattern of exchange rates is not sustainable, a large part of these shifts of resources is only temporary and is likely to be reversed again at some time in the future. No wonder businessmen who engage in international trade, as well as foreign exchange dealers, are somewhat on edge these days!

One exceedingly unfortunate, if perhaps somewhat understandable, reaction to these dramatic changes in competitiveness caused by exchange rate movements has been demands for increased trade protection. Protectionist demands have already been on the increase because of the major changes that have been going on in the structure of the world economy, particularly associated with the competitive success of a number of developing countries. While these pressures for protection have been quite general among industrial countries, they have been intensified in the United States by the high exchange value of the U.S. dollar. The efforts to ''free up'' the world trading system during the postwar period have yielded us large economic benefits and we must not permit that system to be undermined now because of temporary exchange rate distortions.

Furthermore, it should be recognized that the depreciation of virtually all currencies against the U.S. dollar has been a source of upward pressure on price levels and interest rates in countries other than the United States. The ability of monetary policy to support domestic economic recovery has thus been hampered in a number of countries by the need to resist exchange rate declines. And the capacity of many countries to use fiscal policy to offset the impact on their economies of the higher interest rates has been limited by their accumulated fiscal deficits.

I think a good case can be made that increased short-run exchange rate volatility has also been costly. Volatility has tended at times to exacerbate the misalignments produced by cumulative swings in exchange rates. In addition, uncertainties associated with frequent fluctuations in exchange rates have complicated corporate planning for international transactions and have led to increased resources being spent on monitoring and managing exchange rate exposure. Actual transactions costs to businesses and to individuals have been increased as a result of the wider spreads between prices at which foreign exchange is bought and sold in volatile exchange markets.

In the light of all these problems associated with the large cumulative swings in exchange rates and with their increased volatility, it is not surprising that people should wonder whether an exchange rate system

années qu'elles ne l'ont jamais été depuis le début des années 70, lorsque les principales monnaies ont commencé à flotter. Le dollar américain s'était considérablement déprécié par rapport à la plupart des grandes monnaies pendant la majeure partie des années 70, mais le redressement qu'il a amorcé au début de 1981 a été encore plus considérable. Ainsi, par rapport au mark allemand, il s'est apprécié d'environ 60 % au cours de cette remontée. Le dollar canadien quant à lui s'est beaucoup moins déprécié vis-à-vis de la devise américaine que la plupart des autres grandes monnaies, et sa valeur, d'après une moyenne des cours des grandes monnaies autres que le dollar É.-U. pondérée en fonction du commerce international, a augmenté de plus de 40 % depuis le début de 1981.

Ces énormes fluctuations cumulatives des taux de change se sont en outre accompagnées d'une augmentation extraordinaire de l'ampleur des fluctuations sur courte période. Les statistiques que voici en témoignent bien. Depuis le début de 1985, le cours de clôture du dollar É.-U. par rapport au mark allemand a fluctué de plus de 1 % en un seul jour une fois sur quatre environ. Sur des périodes de quatre semaines, il a fluctué de plus de 5 % une fois sur trois environ. À titre de comparaison, je vous rappellerai qu'en vertu des accords de Bretton Woods, qui ont été en vigueur pendant l'après-guerre jusqu'en 1972, le cours d'une monnaie ne devait pas varier de plus de 1 % de part et d'autre de la parité fixée, laquelle était bien sûr ajustable. Au cours des années qui ont suivi immédiatement l'instauration des taux de change flottants, soit à partir de 1972, et au cours des périodes antérieures où le dollar canadien avait flotté, les taux de change étaient bien moins instables en courte période qu'ils ne le sont aujourd'hui.

Les divergences qui marquent actuellement l'évolution des cours des monnaies les unes par rapport aux autres ont fourni aux entreprises et aux industries établies en dehors des États-Unis des occasions extraordinaires d'augmenter leur production et leurs exportations vers ce pays. Ces entreprises et ces industries ont prospéré, puisant la main-d'oeuvre et les autres ressources nécessaires à même d'autres secteurs industriels de leur pays. Aux États-Unis, par contre, les industries traditionnelles à vocation exportatrice et la plupart des industries dont les produits entrent en concurrence avec les importations se sont trouvées dans une position très difficile, leurs usines tournant en deçà de leurs capacités de production et l'emploi dans ces industries étant en régression. Il en est de même des industries canadiennes qui entrent en concurrence avec des firmes d'outre-mer. Des déplacements de production et d'emploi de cette ampleur ne vont pas sans coûts. Si ces déplacements sont plus ou moins permanents, les coûts associés aux bouleversements, au chômage temporaire, à la fermeture d'usines et à la mise au rebut de la machinerie dont ils s'accompagnent seront nécessairement plus que compensés par les avantages qui en découleront. Mais si, comme je le crois, le profil actuel des taux de change n'est pas durable, une grande partie de ces déplacements de ressources n'est que temporaire et, vraisemblablement, il y aura un retour des choses. Il n'est donc pas étonnant que les hommes d'affaires qui font du commerce international ainsi que les courtiers de change soient quelque peu nerveux ces jours-ci!

Les modifications profondes de la situation concurrentielle attribuables aux fluctuations des taux de change ont provoqué des revendications en faveur d'un plus grand protectionnisme, réaction extrêmement malheureuse, quoique compréhensible dans une certaine mesure. Ces revendications étaient déjà plus nombreuses à cause des changements structurels importants qu'a subis l'économie mondiale, en particulier ceux découlant de l'amélioration de la compétitivité d'un certain nombre de pays en développement. Les pressions en faveur du protectionnisme se sont fait sentir dans la plupart des pays industriels, mais aux États-Unis elles ont été accentuées par la force du dollar américain. Les efforts déployés après la Deuxième Guerre mondiale pour faciliter les échanges commerciaux internationaux en réduisant les contraintes nous ont procuré des avantages économiques considérables; nous ne devons pas permettre que ce système soit sapé par des perturbations temporaires des taux de change.

Par ailleurs, il faut reconnaître que la dépréciation de presque toutes les monnaies par rapport au dollar américain a constitué une source de pressions à la hausse sur le niveau des prix et sur les taux d'intérêt dans les pays autres que les États-Unis. La politique monétaire de nombreux pays a donc été moins en mesure de soutenir la reprise de l'activité économique interne car il a fallu l'orienter de façon à empêcher la monnaie de se déprécier. De même, la capacité de nombreux pays de compenser les répercussions des hausses de taux d'intérêt sur leurs économies par le biais de leurs politiques budgétaires a été limitée par les déficits qu'ils avaient accumulés.

Je crois qu'il est facile de démontrer que l'instabilité accrue en courte période des taux de change a également été coûteuse. Cette instabilité a tendu par moments à accentuer les désalignements provoqués par les fluctuations cumulatives des taux de change. En outre, l'incertitude qui accompagne les variations fréquentes des taux de change a rendu plus ardue, pour les entreprises, la planification de leurs opérations internationales et les a conduites à affecter davantage de ressources à la surveillance et à la gestion des risques de change. Les frais de transaction des entreprises et des particuliers ont augmenté, car les écarts entre les cours acheteurs et vendeurs s'accroissent lorsque les marchés des changes sont instables.

Compte tenu de tous les problèmes que soulèvent les importantes fluctuations cumulatives et l'instabilité accrue des taux de change, il ne faut pas s'étonner que les gens se demandent si un régime des changes qui produit de tels résultats ne devrait pas être révisé en profondeur. De plus, certains changements majeurs survenus sur les marchés des changes au cours des dix dernières années ont rendu les taux de change plus sujets aux variations brusques. Parmi ces changements, je peux citer l'adoption de taux flottants par la plupart des principaux pays, la suppression du contrôle des changes dans

that yields such results is not in need of major repair. One can moreover point to a number of major changes in the exchange markets over the past decade or so which have made exchange rates more prone to sharp movements. Such changes would include the move by most major countries to floating rates, the dismantling of exchange controls and the innovations in trading practices, instruments and communications. However, I do not believe these changes are the source of our problems; indeed, it is likely that they have contributed to more efficiently functioning markets.

While there is always a tendency to blame ill tidings on the messenger, the real problems have been caused by inappropriate national financial policies. Whatever other reasons are brought forward to explain the exchange rate problems we see around us, they above all reflect fundamental difficulties that have their origin in the failure to control inflation during the 1970s and on the way in which inflation was eventually fought in industrial countries. Far too much reliance was placed on monetary policy and high interest rates and there was insufficient fiscal restraint.

The problem with the mix of monetary and fiscal policies has persisted in a number of industrial countries, and it is particularly serious when it applies to the largest economy. This mix of policies in a dominant economy such as that of the United States is bound to have world-wide consequences for interest rates, international capital flows and exchange rates. The demands for financing associated with the combination of an expansive and dynamic U.S. economy and a large U.S. government deficit have been reflected in upward pressure on interest rates. The incentives thus provided for capital inflows to the United States have resulted in the very strong U.S. dollar. Other countries have as a result had to deal with higher interest rates than warranted by domestic considerations and with weak exchange rates vis-à-vis the U.S. dollar.

In this international economic environment there has been a great deal of uncertainty about the future course of inflation and real economic growth in most major countries and about likely budgetary actions to curb large fiscal deficits. Faced with these uncertainties, exchange markets frequently react rather strongly to new economic information, even to rather transitory economic indicators, and to the most recent and sometimes conflicting statements of officials and prominent commentators. Without firm views about the economic fundamentals, speculative activity in exchange markets has tended not to be stabilizing

certains pays et les innovations dans le domaine des modes d'opération et des instruments du marché ainsi que des communications. Cependant, je ne crois pas que ces changements soient à l'origine des problèmes que nous connaissons; je pense au contraire qu'ils favorisent le bon fonctionnement des marchés.

Bien que la tendance soit toujours de blâmer le messager pour les mauvaises nouvelles qu'il apporte, les véritables problèmes sont dans ce cas-ci attribuables aux politiques financières inadéquates qu'ont appliquées les gouvernements. Quelles que soient les autres raisons avancées pour expliquer les problèmes de change qui se posent à l'heure actuelle, ceux-ci reflètent avant tout des difficultés plus fondamentales découlant, d'une part, du fait que l'inflation n'a pas été maîtrisée durant les années 70 et, d'autre part, de la façon dont elle a été ensuite combattue dans les pays industriels. En effet, on a beaucoup trop compté sur la politique monétaire et des taux d'intérêt élevés pour contenir l'inflation, et les politiques budgétaires n'ont pas été suffisamment restrictives.

Le mauvais dosage des politiques monétaire et budgétaire a persisté dans un certain nombre de pays industriels, et ses conséquences sont particulièrement néfastes lorsqu'il s'agit des politiques de la plus grande économie du monde. Le dosage des politiques dans une économie dominante comme celle des États-Unis se répercute nécessairement sur les taux d'intérêt pratiqués dans le monde, les mouvements internationaux des capitaux et les taux de change. La demande de crédit associée à l'expansion et au dynamisme de l'économie américaine conjugués à l'important déficit budgétaire des États-Unis a engendré des pressions à la hausse sur les taux d'intérêt. Ceci a stimulé les entrées de capitaux et provoqué la très grande vigueur du dollar É.-U. Les autres pays ont alors connu des taux d'intérêt supérieurs à ceux que leur situation intérieure justifiait et des taux de change faibles vis-à-vis du dollar américain.

Dans cette conjoncture économique mondiale, une grande incertitude a plané quant à l'évolution future des coûts et du rythme d'inflation et de la croissance économique en termes réels dans la plupart des grands pays et quant à l'adoption de mesures visant à contenir les importants déficits budgétaires. À cause de ces incertitudes, les marchés des changes ont réagi souvent assez vivement aux nouvelles données économiques, même à des indicateurs transitoires, et aux déclarations les plus récentes, et parfois même contradictoires, des autorités et d'observateurs réputés. En l'absence d'opinions arrêtées au sujet de l'évolution réelle de l'économie, la spéculation sur les marchés des changes n'a pas eu tendance à être un facteur de stabilisation; elle a plutôt été une cause de l'instabilité et de la forte surréaction des taux de change.

Les vues dont je viens de vous faire part, et qui soulignent qu'un mauvais dosage des politiques financières nationales engendre des bouleversements et de l'instabilité sur les marchés des changes, sont largement répandues. Les discussions que les pays industriels ont tenues sur les moyens d'améliorer le fonctionnement du système monétaire international ont elles aussi, pour la plupart, fait ressortir la nécessité d'améliorer les

and has instead contributed to volatility and to severe overshooting of currency adjustments.

The views I have expressed to you, stressing the role of uneven national financial policies in causing exchange market distortions and instability, are widely shared. International discussions among the industrial countries on ways of improving the functioning of the international monetary system have for the most part similarly emphasized the need to improve underlying national policies rather than to modify the exchange rate system itself. In looking for solutions, the focus of discussions has been on improving multilateral surveillance, especially by the International Monetary Fund, of economic policies of all countries with the objective of ensuring compatible policies and thereby better overall economic performance in the world economy. Surveillance is by no means a panacea but it can, I believe, be viewed as a step in the right direction. I say surveillance is not a panacea because I do not believe for a moment that any of the major countries really needs outside surveillance in order to be able to determine what policies would be reasonably appropriate. They are not lacking in analytical capacity, nor are they for that matter kept in the dark as to what the International Monetary Fund or other countries think about their policies. There are enough international meetings and discussions for that to be impossible. The problem for any one government is not so much one of determining what set of policies would fit well with its domestic and international responsibilities; it is much more one of mustering the political support and the political will to carry out those policies. Improved multilateral surveillance will be useful if it can, as I hope, increase the pressure on elected representatives of the major industrial countries to take account of the external effects of their policies, particularly on international capital flows and exchange rates, where the effect of inappropriate policies can be very disruptive and, in the end, counterproductive for the country originating them. The economic policy of each country must be seen in this interdependent world as an element, however small, in world economic policy. The larger the economy the greater is its responsibility for overall international economic policy and performance.

Because of its size the policies pursued by the United States are particularly important, and it is for that reason that I draw particular attention to the United States rather than to other countries, even though there is no doubt room in other countries for policy adjustment. Views differ about the extent to which the high level of U.S. and world interest

politiques de fonds des pays plutôt que de modifier le régime des changes proprement dit. La recherche de solutions a amené les pays à discuter surtout de la nécessité d'améliorer la surveillance multilatérale, en particulier celle qu'exerce le Fonds monétaire international, des politiques économiques qu'ils mettent en oeuvre afin d'assurer la compatibilité de ces politiques et, par voie de conséquence, de favoriser une meilleure tenue de l'économie mondiale dans l'ensemble. La surveillance n'est certes pas une panacée mais son exercice peut, je crois, être perçu comme un pas dans la bonne voie. Si j'affirme que la surveillance n'est pas une panacée, c'est que je ne crois vraiment pas que les principaux pays aient réellement besoin d'une surveillance extérieure pour déterminer les politiques qu'il serait raisonnable d'appliquer. Ces pays ne manquent certainement pas de moyens d'analyser la situation et ne sont pas sans savoir ce que d'autres pays et le Fonds monétaire international pensent de leurs politiques. Il est d'ailleurs impossible qu'il en soit autrement compte tenu des nombreuses réunions et discussions qui se tiennent à l'échelle internationale. Le problème qui se pose à tout gouvernement n'est pas tellement celui de décider de l'ensemble de mesures qui serait compatible avec ses responsabilités nationales et internationales, mais bien plus celui de mobiliser le soutien politique et de trouver la volonté politique nécessaires pour mettre en oeuvre ces mesures. L'amélioration de la surveillance multilatérale s'avérera utile si elle permet, comme je l'espère, d'exercer plus de pression sur les représentants élus des grands pays industriels pour qu'ils tiennent compte des répercussions extérieures de leurs politiques, particulièrement sur les mouvements de capitaux et les taux de change, car un mauvais choix de politiques peut avoir des effets très perturbateurs sur ces mouvements et, en fin de compte, être néfaste pour le pays qui en est à l'origine. Dans un monde de grande interdépendance comme celui dans lequel nous vivons, la politique économique de chaque pays doit être considérée comme un élément, si petit soit-il, de la politique économique mondiale. Plus une économie est importante, plus grande est sa responsabilité dans la formulation de la politique économique de l'ensemble des pays et dans le comportement de l'économie mondiale.

Les politiques qu'adoptent les États-Unis ont des répercussions particulièrement fortes en raison de leur importance, et c'est pourquoi j'attire votre attention sur ce pays plutôt que sur d'autres, même si ceux-ci pourraient sans doute aussi procéder à un ajustement de leurs politiques. Il y a des divergences d'opinions sur le rôle qu'a joué le déficit budgétaire américain dans le niveau élevé des taux d'intérêt aux États-Unis et ailleurs ainsi que dans les fluctuations extrêmes du dollar É.-U. par rapport aux autres devises. Il est fort probable que ces fluctuations aient été accentuées par le fait qu'au cours des deux dernières années environ l'économie des États-Unis s'est bien mieux comportée que celle de leurs principaux partenaires commerciaux. Le sens dans lequel le déficit américain a agi sur les marchés financiers ne fait aucun doute. L'adoption par les États-Unis de mesures budgétaires visant à réduire le déficit constituerait une étape importante vers une

rates and the extreme movement of the U.S. dollar against other currencies can be attributed to the U.S. fiscal deficit. For example, these extremes may well have been exacerbated by the fact that in the past couple of years the U.S. economy has generally performed better than those of its major trading partners. However, there can be no doubt about the direction of the effect of the U.S. fiscal deficit on financial markets. Fiscal action by the United States to reduce its deficit would be an important step towards lowering interest rates and achieving a more balanced financial and economic situation in the world. It would also help other countries to achieve a better balance of policies. I am encouraged by the broad agreement within the United States that deficit reduction is in their own self-interest as well.

Until such time as national policies are adjusted and a more stable financial environment is achieved, exchange rate instability is likely to be a problem. And another focus in the international discussions of exchange rates has been the possible stabilizing role that official exchange market intervention might play. You will appreciate that this is an area in which both opinions and practices vary significantly. I believe that intervention by central banks can play a useful role in reducing short-run fluctuations in exchange markets provided it is sizeable and provided domestic policies back it up. Some coordination among major countries has the potential to make intervention still more effective. In that regard the heavy concerted central bank intervention in late February of this year was helpful, following as it did an extreme upward movement in the U.S. dollar. This intervention was of a scale that instilled among exchange market participants a greater sense of two-way risk and thereby dampened the buoyancy of the U.S. dollar.

By comparison with the authorities in most other countries, we in Canada tend to engage in official intervention more frequently. The Bank of Canada, as fiscal agent for the Government of Canada, is almost a daily participant in the exchange market, resisting sharp fluctuations in the exchange rate in either direction in as even-handed a manner as the particular circumstances permit. Our objective is to have a steadying influence on market forces, lending a measure of stability to the exchange rate and at the same time contributing to a sound and viable exchange market in Canada. We are very conscious, however, that strong and persistent moves in the rate cannot be countered through intervention alone, and reinforcing domestic actions are typically required as well.

I would like to conclude with a few more general comments on the way in which external factors influence our situation here in Canada.

baisse des taux d'intérêt et la réalisation d'un meilleur équilibre économique et financier dans le monde. Cela aiderait aussi les autres pays à réaliser un meilleur dosage de leurs politiques. Je suis encouragé par le fait qu'on s'entend généralement aux États-Unis pour dire qu'une réduction du déficit est également dans l'intérêt national.

L'instabilité des taux de change constituera un problème tant que les politiques nationales ne seront pas bien dosées et que le climat financier ne sera pas plus stable. C'est pourquoi un autre point sur lequel ont convergé les discussions relatives aux taux de change menées à l'échelle internationale est la possibilité que l'intervention officielle sur les marchés de change ait un effet stabilisateur. Vous n'êtes pas sans savoir que c'est là un domaine où les opinions et les usages varient considérablement. Je pense que l'intervention des banques centrales peut contribuer utilement à atténuer les fluctuations à court terme sur les marchés de change, pourvu qu'elle soit assez considérable et qu'elle soit appuyée par les politiques intérieures. Une certaine coordination entre les principaux pays peut même rendre cette intervention plus efficace. Dans cet ordre d'idées, l'intervention massive concertée des banques centrales à la fin de février dernier a été utile, surtout si l'on considère la montée en flèche du dollar É.-U. qui l'avait précédée. L'ampleur de cette intervention a sensibilisé les participants au marché des changes aussi bien aux risques d'une appréciation qu'à ceux d'une dépréciation, auxquels ils s'exposent, ce qui a eu pour effet d'atténuer la vigueur du dollar É.-U.

Les autorités du Canada ont tendance à intervenir officiellement plus souvent que ne le font celles de la plupart des autres pays. En sa qualité d'agent financier du gouvernement canadien, la Banque du Canada participe presque tous les jours aux activités du marché des changes et, dans la mesure où les circonstances le permettent, elle résiste au même degré aux fortes fluctuations à la hausse et aux fortes fluctuations à la baisse du taux de change. Notre objectif est d'exercer une influence régulatrice sur les forces du marché afin d'imprimer une certaine stabilité au taux de change tout en contribuant à la solidité et à la viabilité du marché des changes canadien. Nous sommes très conscients toutefois que l'intervention ne peut à elle seule contrer des mouvements prononcés et persistants du taux de change et qu'elle doit habituellement être renforcée par des mesures économiques intérieures appropriées.

J'aimerais, en guise de conclusion, vous livrer quelques remarques additionnelles sur la façon dont la conjoncture au Canada est influencée par des acteurs extérieurs.

Parce que le Canada a une économie ouverte, qu'il mise beaucoup sur le commerce extérieur et qu'il n'impose aucune restriction aux mouvements de capitaux internationaux, il est vital pour lui que le système financier international fonctionne bien. L'orientation et le dosage des politiques adoptées à l'étranger ont sur nous un effet important. Les liens qui existent entre l'économie canadienne et l'économie américaine en particulier influencent grandement la façon dont nous gérons nos affaires. Les écarts entre les taux d'intérêt pratiqués dans les deux pays se répercutent rapidement sur notre taux de change. D'autres pays qui ont mieux réussi que nous sur le front de l'inflation et

With an open economy and a large trade sector and with large and unrestricted flows of international capital across its borders, Canada has a tremendous stake in the proper functioning of the international financial system. The stance and mix of policies elsewhere has a major effect on us. Canada's links with the U.S. economy in particular greatly influence how we manage our affairs. Divergences in interest rates between the two countries have a quick impact on our exchange rate. Other countries with a better history of inflation performance, with more diversified patterns of trade or with structurally coordinated exchange rate and other economic policies – such as in Europe – have more leeway, at least in the short run, than we do in adjusting to changes in international interest rates.

The Bank of Canada's response to upward fluctuations in U.S. interest rates that we do not believe to be appropriate to our situation has been, where possible, to encourage some of the resulting impact to be taken on Canadian interest rates and some of it on our exchange rate. At times we have been able for short periods to absorb a greater degree of the pressure of rising external interest rates on the exchange value of the Canadian dollar, leaving our domestic interest rates somewhat lower than otherwise. But the scope for that kind of trade-off is limited – it is only temporary and only available under favourable conditions. If the rise in external interest rates is expected to persist or if confidence in the Canadian dollar is lacking, there is unlikely to be any trade-off. Indeed exchange rate depreciation that risks a loss of confidence in the Canadian dollar is, in our experience, likely to bring about higher rather than lower interest rates in Canada.

Moreover, exchange rate depreciation exposes the economy to rising prices. How inflationary that will be depends on market conditions. This past year the price effects of the decline in the Canadian dollar against its U.S. counterpart have been largely offset because highly competitive markets have led to good performance on our domestic costs. But depreciation erodes the purchasing power of consumers, and it has always been the Bank of Canada's concern to avoid a sharp erosion of purchasing power that would risk a resurgence of demands for inflationary salary and wage increases.

In fact the underlying circumstances of the Canadian dollar are rather good. We have a trade surplus of record size and recent changes in government policy have made Canada more attractive for foreign investment. Our inflation performance is good by international standards, and although our unemployment rate remains high, economic recovery has continued to proceed at a reasonable pace over the past two years.

dont les profils d'échanges internationaux sont plus diversifiés ou dont les liens entre les taux de change et les autres politiques économiques sont davantage coordonnés – comme c'est le cas en Europe – jouissent d'une plus grande marge de manoeuvre que nous, tout au moins en courte période, quand ils doivent s'adapter à des variations des taux d'intérêt pratiqués dans le monde.

Dans la mesure du possible, la Banque du Canada a réagi aux mouvements à la hausse des taux d'intérêt américains lorsque, selon elle, ceux-ci ne convenaient pas à la situation, en encourageant les taux d'intérêt canadiens à absorber une partie des effets de la hausse et en laissant le taux de change en absorber une autre. Pendant de courtes périodes, nous avons parfois été en mesure de faire absorber, par le cours du dollar canadien, une plus grande partie de la pression qu'exerçaient les hausses des taux d'intérêt étrangers, permettant ainsi à nos taux d'intérêt de rester à des niveaux moins élevés qu'ils ne l'auraient été autrement. Cependant, la marge de manoeuvre dont nous disposons pour effectuer un tel compromis est limitée; elle n'existe que pour un temps et seulement lorsque les conditions s'y prêtent. Par ailleurs, il ne peut vraisemblablement exister de compromis si les gens s'attendent à ce que la hausse des taux d'intérêt à l'étranger persiste ou s'ils n'ont pas confiance dans la valeur du dollar canadien. De fait, nous savons d'expérience qu'une baisse du taux de change qui risque d'ébranler la confiance dans la valeur du dollar canadien est bien plus susceptible de faire monter les taux d'intérêt au Canada que de les faire diminuer.

En outre, une dépréciation du dollar expose l'économie à une hausse des prix. La mesure dans laquelle cette hausse sera inflationniste est fonction de la conjoncture du marché. L'an dernier, les effets sur les prix de la dépréciation du dollar canadien par rapport au dollar américain ont été largement compensés parce que la très grande compétitivité des marchés a favorisé une bonne tenue de nos coûts intérieurs. Mais la dépréciation de la monnaie mine le pouvoir d'achat des consommateurs, et la Banque du Canada s'est toujours souciée d'éviter une forte érosion du pouvoir d'achat qui risquerait de déclencher une nouvelle vague inflationniste de revendications salariales.

De fait, la situation fondamentale du dollar canadien est plutôt bonne. Notre excédent commercial atteint des niveaux records et certaines modifications apportées récemment aux politiques gouvernementales ont rendu le Canada plus attrayant pour les investisseurs étrangers. Notre tenue en matière d'inflation est bonne si on la compare à celle des autres pays, et, même si notre taux de chômage reste élevé, la reprise économique se poursuit à un rythme raisonnable depuis deux ans. Il faut reconnaître néanmoins que la situation économique du Canada serait bien meilleure si la conjoncture internationale était plus équilibrée, c'est-à-dire si les taux d'intérêt étaient moins élevés et s'il y avait moins de distorsions dans le profil des taux de change.

En terminant, pour reprendre le point important que j'ai tenté de souligner ce soir, je dirai que la voie vers un meilleur équilibre des taux de change dépend principalement d'une stabilité raisonnable des prix dans l'économie mondiale, stabilité qui passe par un

Nevertheless, there is no question that the economic situation in Canada would be much better in a more balanced international environment with lower interest rates and a less distorted pattern of exchange rates.

Finally, to repeat the main point I have been trying to make tonight, the road to that more satisfactory exchange rate performance lies mainly through the achievement of reasonable price stability in the world economy on the basis of domestic fiscal and monetary policy mixes that do not produce large swings in interest rates and, therefore, in exchange rates. Better aligned and more stable exchange rates will help the world economy to function better and increase our chances for sustained economic expansion. At the same time I am certain that there will still remain sufficient fluctuations in exchange rates because of the ever-changing economic conditions around the world to keep life from becoming too dull for exchange traders.

dosage de politiques budgétaires et fiscales ne provoquant pas de fluctuations prononcées des taux d'intérêt et, partant, des cours des monnaies. Des taux de change mieux alignés et plus stables aideront l'économie mondiale à mieux fonctionner et augmenteront nos chances de réaliser une expansion économique soutenue. Je reste toutefois convaincu que l'évolution constante de la conjoncture économique mondiale provoquera suffisamment de fluctuations des taux de change pour que la vie des cambistes ne soit jamais monotone.

Chartered banks: Quarterly classification of deposit liabilities

A new occasional table, Table K13, is introduced with this issue of the Review. It presents a quarterly breakdown of chartered bank deposit liabilities booked worldwide, classified by type of instrument, by currency and by the institutional sector of the depositor and will be useful in flows-of-funds analysis. The institutional sectors are based on the definitions in the Statistics Canada publication *Financial Flow Account* catalogue 13-002. The deposit liability data are available from the first quarter of 1982 and correspond to data as reported by the banks on Schedule J under the Bank Act and published monthly in Table C4 of t Review. Foreign currency deposits have been converted into Canadian dollar equivalents at the closing exchange rate on the last business day o the quarter. Although Table K13 will be published annually, the data w be updated quarterly and the most recent statistics can be obtained by writing to the Department of Monetary and Financial Analysis.

Notes to Table K13

• Deposits of *governments* consist of deposits held by federal, provincial and municipal governments within Canada. • *Financial institutions* include chartered banks, other deposit-taking institutions, insurance companies and pension funds, investment dealers, other private financial institutions and public sector financial institutions. • *Non-financial corporations* comprise private and public sector non-financial corporations. • *Unincorporated businesses* also include non-profit institutions such as religious, health, and educational institutions as well as other private non-profit institutions. • Deposits of *individuals* are deposits held by persons for non-business purposes, including registered home ownership savings plans (RHOSP) and registered retirement savings plans (RRSP). • Deposits of *non-resident banks* include deposits of banks and official monetary institutions not resident in Canada. • *Other non-resident* deposits comprise deposits of individuals, corporations and other organizations not resident in Canada. • *Bearer term notes* and *other negotiable notes* are deposit instruments transferable to third parties.

Répartition trimestrielle du passif-dépôts des banques à charte

La livraison de juin de la Revue contient un nouveau tableau à fréquence variable, le Tableau K13. On y trouve une ventilation, sur base trimestrielle, des chiffres des dépôts bancaires comptabilisés dans le monde entier. Ces données, qui sont ventilées selon le type d'instrument, l'unité monétaire et la catégorie d'institution, pourront être utilisées avec profit dans l'analyse des flux financiers. Les institutions ont été groupées selon les critères que Statistique Canada utilise dans les *Comptes des flux financiers*, publication nº 13-002. Les données du passif-dépôts remontent au 1er janvier 1982 et sont produites à partir des relevés qui sont préparés par les banques sur le modèle de l'Annexe J de la *Loi sur les banques*; elles correspondent aux séries mensuelles du Tableau C4 de la Revue. Les chiffres des dépôts en monnaies étrangères ont été convertis en dollars canadiens au cours de clôture du dernier jour ouvrable de chaque trimestre. Le Tableau K13 sera publié une fois par année, mais les données seront mises à jour chaque trimestre. Les intéressés pourront s'en procurer les versions les plus récentes en s'adressant au département des Études monétaires et financières.

Notes relatives au Tableau K13

• Les dépôts des *gouvernements* comprennent les dépôts détenus au Canada par le gouvernement fédéral, les provinces et les municipalités. • Les *institutions financières* englobent les banques à charte, les autres institutions de dépôt, les compagnies d'assurance et les caisses de retraite, les courtiers en valeurs mobilières, les autres institutions financières du secteur privé et les institutions financières du secteur public. • Les *sociétés non financières* comprennent les sociétés non financières des secteurs privé et public. • Les *entreprises non constituées en sociétés* englobent également les institutions à but non lucratif telles que les institutions religieuses, les établissements de santé et d'enseignement ainsi que d'autres établissements privés à but non lucratif. • Les dépôts des *particuliers* sont des dépôts détenus par des individus à des fins non commerciales, notamment les Régimes enregistrés d'épargne-logement (REEL) et les Régimes enregistrés d'épargne-retraite (REER). • Les dépôts des *banques non résidentes* comprennent les dépôts de banques et d'institutions monétaires officielles qui ne résident pas au Canada. • Les dépôts des *autres non-résidents* comprennent les dépôts des particuliers, des sociétés et d'autres organismes qui n'ont pas le statut de résident au Canada. • Les *billets au porteur* et les *autres billets négociables* sont des instruments de dépôt transférables à des tiers.

Chartered banks: Quarterly classification of deposit liabilities
Banques à charte : Répartition trimestrielle du passif-dépôts

Millions of dollars **En millions de dollars**

Canadian dollar deposits **Dépôts en dollars canadiens**

Gross demand deposits of: **Dépôts à vue (bruts) des :**

End of period / En fin de période	Governments / Gouvernements	Other Canadians / Autres Canadiens: Financial institutions / Institutions financières	Non-financial corporations / Sociétés non financières	Unincorporated businesses / Entreprises non constituées en sociétés	Individuals / Particuliers	Total / Total	Non-residents / Non-résidents: Banks / Banques	Other / Autres	Total / Total
1982 I	6,172	1,495	6,365	2,958	3,572	14,390	708	346	21,616
II	5,790	1,907	6,875	3,418	3,905	16,104	791	363	23,049
III	2,361	1,805	7,029	2,771	3,623	15,228	760	423	18,773
IV	7,597	2,035	7,811	3,267	3,747	16,859	987	560	26,003
1983 I	4,664	2,148	6,914	3,274	3,797	16,133	839	383	22,018
II	5,613	2,287	7,761	3,623	4,186	17,857	827	569	24,866
III	3,478	1,718	7,643	3,348	4,001	16,711	749	417	21,356
IV	6,896	1,605	8,749	3,340	3,782	17,475	824	399	25,594
1984 I	5,938	1,685	7,372	3,041	3,677	15,775	717	400	22,829
II	2,687	1,633	7,865	3,316	3,986	16,800	831	457	20,775
III	2,391	1,518	7,643	3,170	3,582	15,913	767	424	19,495
IV	3,465	1,712	8,448	3,204	3,426	16,790	876	467	21,599

Notice deposits of: **Dépôts à préavis des :**

End of period / En fin de période	Governments / Gouvernements	Other Canadians / Autres Canadiens: Financial institutions / Institutions financières	Non-financial corporations / Sociétés non financières	Unincorporated businesses / Entreprises non constituées en sociétés	Individuals / Particuliers: Chequable / Transférables par chèques	Non-chequable / Non transférables par chèques: RHOSP / REEL	RRSP / REER	Other / Autres	Total / Total	Non-residents / Non-résidents: Banks / Banques	Other / Autres	Total / Total
1982 I	294	797	1,391	1,111	6,079	846	4,557	38,955	53,735	113	757	54,899
II	399	1,087	1,731	1,184	6,701	856	4,676	41,390	57,625	92	863	58,978
III	488	869	1,868	1,117	6,697	808	4,734	41,404	57,498	113	798	58,897
IV	422	1,166	2,065	1,295	7,002	890	4,936	41,781	59,135	120	939	60,617
1983 I	441	998	2,329	1,396	7,155	915	5,276	42,509	60,578	144	979	62,142
II	540	967	2,390	1,687	7,896	866	5,288	44,459	63,554	102	874	65,071
III	497	938	2,307	1,620	8,317	823	5,249	45,460	64,714	62	854	66,126
IV	432	914	2,558	1,676	8,856	909	5,333	44,372	64,618	74	946	66,071
1984 I	395	913	2,442	1,519	8,872	953	5,161	44,156	64,016	72	920	65,403
II	558	1,205	2,714	1,637	10,374	921	5,077	44,363	66,291	69	939	67,856
III	715	1,044	2,962	1,683	12,124	888	4,913	42,574	66,189	65	887	67,857
IV	765	1,563	4,267	2,206	14,940	988	4,959	40,276	69,198	57	958	70,978

Fixed-term: Pre-encashable deposits of: **À terme fixe : Encaissables avant terme des :**

End of period / En fin de période	Governments / Gouvernements	Other Canadians / Autres Canadiens: Financial institutions / Institutions financières	Non-financial corporations / Sociétés non financières	Unincorporated businesses / Entreprises non constituées en sociétés	Individuals / Particuliers: RRSP / REER	Other / Autres	Total / Total	Non-residents / Non-résidents: Banks / Banques	Other / Autres	Total / Total
1982 I	59	145	92	50	165	452	1,104	2,071	3,686	48
II	24	134	162	91	303	690	1,125	2,185	4,024	11
III	31	268	132	28	271	699	1,227	1,998	3,954	46
IV	39	230	118	31	272	651	1,314	2,040	4,044	17
1983 I	62	133	131	27	427	718	1,496	2,280	4,556	371
II	38	112	94	30	426	662	1,126	2,413	4,238	21
III	6	4	103	17	365	490	1,895	2,777	5,168	39
IV	17	16	63	17	369	465	1,782	2,692	4,955	13
1984 I	78	12	85	12	380	489	1,846	2,996	5,410	42
II	21	13	116	36	462	627	2,340	2,728	5,715	17
III	31	68	100	2	504	674	2,281	3,774	6,761	16
IV	37	12	132	2	528	673	2,459	4,240	7,410	32

End of period / En fin de période

Continued
Suite

Millions of dollars **En millions de dollars**

Canadian dollar deposits **Dépôts en dollars canadiens**

Fixed-term: Non pre-encashable deposits of: **À terme fixe : Dépôts non encaissable avant terme des :**

End of period / En fin de période	Governments / Gouvernements	Other Canadians / Autres Canadiens: Financial institutions / Institutions financières	Non-financial corporations / Sociétés non financières	Unincorporated businesses / Entreprises non constituées en sociétés	Individuals / Particuliers: RRSP / REER	Other / Autres	Total / Total	Non-residents / Non-résidents: Banks / Banques	Other / Autres	Bearer term notes / Billets au porteur	Other negotiable notes / Autres billets négociables	Total / Total	Total / Total
1982 I	349	4,249	3,076	475	636	7,946	16,383	666	533	10,418	679	29,028	168,280
II	406	4,941	2,446	925	780	8,707	17,799	684	818	8,163	757	28,625	170,958
III	529	4,411	2,276	1,755	872	9,863	19,177	545	626	9,900	876	31,653	170,658
IV	502	4,470	1,905	1,684	947	10,403	19,409	672	709	8,816	1,641	31,749	174,599
1983 I	624	4,617	2,130	1,108	1,536	10,788	20,180	780	538	8,992	1,665	32,779	171,464
II	632	5,238	2,387	1,785	1,603	12,007	23,019	643	412	7,109	2,047	33,862	172,316
III	624	5,388	2,703	1,593	1,666	12,212	23,562	1,018	410	6,485	1,974	34,073	169,204
IV	729	6,190	3,241	1,593	1,837	13,426	26,293	1,090	386	5,609	1,873	35,980	171,538
1984 I	692	5,471	3,912	1,653	2,725	13,981	27,742	1,083	440	5,369	1,335	36,661	169,928
II	642	5,241	4,422	1,192	2,918	15,016	28,789	1,028	460	6,657	1,347	38,923	172,224
III	849	5,456	4,057	1,740	3,055	17,378	31,687	1,504	616	7,070	1,364	43,090	173,671
IV	671	5,154	4,352	2,094	3,314	18,453	33,367	1,434	669	5,814	1,143	43,098	177,632

Foreign currency deposits **Dépôts en monnaies étrangères**

Gross demand deposits of: **Dépôts à vue (bruts) des :**

End of period / En fin de période	Governments / Gouvernements	Other Canadians / Autres Canadiens: Financial institutions / Institutions financières	Non-financial corporations / Sociétés non financières	Unincorporated businesses / Entreprises non constituées en sociétés	Individuals / Particuliers	Total / Total	Non-residents / Non-résidents: Banks / Banques	Other / Autres	Total / Total
1982 I	76	1,357	1,950	2,211	5,566	59	145	92	50
II	75	1,492	1,855	2,296	5,654	24	134	162	91
III	76	1,222	1,836	2,142	5,245	31	268	132	28
IV	69	1,252	1,656	2,374	5,300	39	230	118	31
1983 I	76	1,086	1,973	2,466	5,896	62	133	131	27
II	48	1,292	2,010	2,321	5,643	38	112	94	30
III	51	1,243	2,015	2,225	5,522	6	4	103	17
IV	57	1,419	2,087	2,289	5,808	17	16	63	17
1984 I	66	1,259	1,790	2,396	5,487	78	12	85	12
II	75	1,357	1,839	3,905	7,351	21	13	116	36
III	58	1,396	2,035	4,251	8,333	31	68	100	2
IV	89	1,953	2,096			37	12	132	2

Notice deposits of: **Dépôts à préavis des :**

End of period / En fin de période	Governments / Gouvernements	Other Canadians / Autres Canadiens: Financial institutions / Institutions financières	Non-financial corporations / Sociétés non financières	Unincorporated businesses / Entreprises non constituées en sociétés	Individuals / Particuliers	Total / Total	Non-residents / Non-résidents: Banks / Banques	Other / Autres	Total / Total
1982 I	165	452	1,104	2,071	3,686	1983 I	427	718	1,496	2,280	4,556
II	303	690	1,125	2,185	4,024	II	426	662	1,126	2,413	4,238
III	271	699	1,227	1,998	3,954	III	365	490	1,895	2,777	5,168
IV	272	651	1,314	2,040	4,044	IV	369	465	1,782	2,692	4,955
1983 I	427	718	1,496	2,280	4,556	1984 I	380	489	1,846	2,996	5,410
II	426	662	1,126	2,413	4,238	II	462	627	2,340	2,728	5,715
III	365	490	1,895	2,777	5,168	III	504	674	2,281	3,774	6,761
IV	369	465	1,782	2,692	4,955	IV	528	673	2,459	4,240	7,410
1984 I	380	489	1,846	2,996	5,410						
II	462	627	2,340	2,728	5,715						
III	504	674	2,281	3,774	6,761						
IV	528	673	2,459	4,240	7,410						

End of period / En fin de période

Continued
Suite

Millions of dollars **En millions de dollars**

End of period **En fin de période**	Foreign currency deposits **Dépôts en monnaies étrangères**											Total **Total**
	Fixed-term deposits of: **Dépôts à terme fixe des :**											
	Governments **Gouvernements**	Other Canadians **Autres Canadiens**					Non-residents **Non-résidents**		Bearer term notes **Billets au porteur**	Other negotiable notes **Autres billets négociables**	Total **Total**	
		Financial institutions **Institutions financières**	Non-financial corporations **Sociétés non financières**	Unincorporated businesses **Entreprises non constituées en sociétés**	Individuals **Particuliers**	Total **Total**	Banks **Banques**	Other **Autres**				
1982 I	939	6,073	2,537	280	1,837	10,726	77,292	45,040	6,194	3,786	143,978	153,231
II	1,514	6,930	3,636	384	2,527	13,478	76,828	50,241	5,559	4,153	151,774	161,451
III	2,020	6,534	4,405	606	2,225	13,770	77,868	36,821	6,821	2,739	140,040	149,239
IV	1,998	6,574	5,121	397	2,080	14,172	76,996	36,663	6,776	2,785	139,391	148,734
1983 I	1,679	7,364	4,948	496	2,034	14,842	74,829	38,472	7,801	3,076	140,699	151,151
II	1,725	7,522	4,135	444	1,750	13,851	71,251	39,124	9,291	4,561	139,802	149,682
III	1,271	7,134	4,196	325	1,764	13,419	70,959	41,564	9,908	3,335	140,456	151,146
IV	1,127	6,308	4,457	522	1,859	13,146	71,681	41,125	9,482	4,304	140,864	151,628
1984 I	1,527	8,132	5,292	630	2,006	16,059	73,571	44,086	10,065	4,113	149,421	160,317
II	1,490	7,452	5,873	475	2,160	15,960	77,148	45,462	12,054	4,425	156,539	167,679
III	1,546	7,894	5,289	347	2,152	15,681	76,712	52,243	11,231	3,889	161,302	175,414
IV	1,430	8,380	4,620	506	2,124	15,629	77,007	48,599	14,136	4,191	160,992	176,734

Charts

Graphiques

S2 Monetary aggregates and fiscal policy
S3 Chartered banks
S4 Interest rates
S6 Government of Canada direct and guaranteed securities outstanding
S7 Financing of governments and business
S8 National accounts
S9 Selected economic indicators
S10 Labour market
S12 Prices
S13 Incomes and costs
S14 External trade
S15 Canadian balance of international payments

S2 Agrégats monétaires et politique financière
S3 Banques à charte
S4 Taux d'intérêt
S6 Encours des titres émis ou garantis par le gouvernement canadien
S7 Financement des gouvernements et des entreprises
S8 Comptes nationaux
S9 Quelques indicateurs économiques
S10 Marché du travail
S12 Prix
S13 Revenus et coûts
S14 Commerce extérieur
S15 Balance canadienne des paiements

Symbols used in the charts
A arithmetic scale
L logarithmic scale

Abréviations utilisées dans les graphiques
A échelle arithmétique
L ordonnées logarithmiques

Bank of Canada Review

July 1985

3 Business inventories: Recent cyclical and trend developments
15 Balance of payments development in 1984

Charts and statistics
S1 INDEX TO CHARTS
S16 INDEX TO STATISTICAL TABLES
S20 Major financial and economic indicators
S26 Bank of Canada
S30 Chartered banks
S60 Other financial institutions
S78 Financial aggregates
S82 Financial markets
S95 Government of Canada securities markets
S113 General economic statistics
S129 Foreign exchange market and reserves
S133 Balance of payments and external trade
S150 Notes to the tables
S157 Articles and speeches: July 1984 to June 1985
S161 SUBJECT INDEX

This Review is published monthly under the direction of an Editorial Board and responsibility for the editorial content rests with this Board.

Members of the Editorial Board:
Gordon Thiessen, Chairman
Gene Fleet, Editor
William Alexander
Jacques Bussières
Charles Freedman
Paul Jenkins
Tim Noël
Vaughn O'Regan
Donald Stephenson
William White

Revue de la Banque du Canada

Juillet 1985

3 Les tendances et l'évolution cyclique récentes des stocks des entreprises
15 L'évolution de la balance des paiements en 1984

Graphiques et tableaux statistiques
S1 LISTE DES GRAPHIQUES
S16 LISTE DES TABLEAUX STATISTIQUES
S20 Principaux indicateurs financiers et économiques
S26 Banque du Canada
S30 Banques à charte
S60 Autres institutions financières
S78 Agrégats financiers
S82 Marchés financiers
S95 Marchés des titres du gouvernement du Canada
S113 Statistiques économiques diverses
S129 Marché des changes et réserves de change
S133 Balance des paiements et commerce extérieur
S150 Notes relatives aux tableaux
S157 Articles et discours : De juillet 1984 à juin 1985
S161 INDEX DES SUJETS

Cette Revue est publiée mensuellement sous la direction d'un Comité de rédaction, auquel incombe la responsabilité des pages de rédaction.

Membres du Comité de rédaction :
Gordon Thiessen, Président
Gene Fleet, directrice de la rédaction
William Alexander
Jacques Bussières
Charles Freedman
Paul Jenkins
Tim Noël
Vaughn O'Regan
Donald Stephenson
William White

Cover:

Germany: One billion mark token, 1923, Westphalia

During World War I Germany experienced a coin shortage as the populace hoarded gold and silver coins, which virtually disappeared from circulation. To provide a substitute for the coins, emergency money known as notgeld was produced by cities, towns and merchants. This was mostly in the form of paper notes and base metal tokens. With Germany's defeat in 1918 the practice of issuing notgeld mushroomed. Lack of confidence in the government's ability to stabilize the country's chaotic economic and financial situation led to the German hyperinflation that began in 1919 and reached its climax in 1924. When the inflation was at its height the price of a cup of coffee could rise from 5,000 marks to 8,000 marks in the course of a meal! In 1924 the Reich Bank issued a note for 100 billion marks (100 trillion in North American usage), the highest denomination issued in the inflationary period.

The piece illustrated on the cover was the highest denomination of the notgeld tokens struck during the inflation. It was for 1 billion marks and was issued in 1923 by the German Province of Westphalia. This token was intended to sell as a souvenir as were many notgeld notes and tokens. The design was by Professor Rudolf Basselt, Director of the Art School in Magdeburg and depicts a rearing horse, the emblem of Westphalia. It is 60 mm across and is made of German-silver, a base metal resembling nickel. The token is part of the National Currency Collection, Bank of Canada. Photography by James Zagon, Ottawa.

Couverture :

Allemagne : jeton d'un billion de marks frappé en 1923 en Westphalie

Pendant la Première Guerre mondiale, l'Allemagne se trouva aux prises avec une pénurie de monnaie, car la population se mit à thésauriser les pièces d'or et d'argent. Pour remplacer ces pièces, qui avaient pratiquement disparu de la circulation, les villes et les commerçants produisirent de la monnaie d'urgence, appelée «Notgeld». Cette monnaie se présentait surtout sous forme de billets et de jetons en métal vil. Après la défaite allemande, en 1918, les émissions de «Notgeld» se multiplièrent. Le manque de confiance dans la capacité du gouvernement en place de corriger la situation économique et financière catastrophique du pays provoqua en Allemagne une inflation galopante, qui débuta en 1919 et atteignit son comble en 1924. Cette année-là, le prix d'une tasse de café pouvait passer de 5 000 à 8 000 marks au cours d'un même repas. En 1924, la Reichsbank émit un billet de 100 billions de marks, soit la plus forte coupure produite au cours de cette période d'inflation.

La pièce illustrée en page couverture est un jeton d'un billion de marks, soit le plus gros jeton de «Notgeld» frappé pendant cette période d'inflation galopante. Comme bien d'autres jetons et billets de «Notgeld», cette pièce, émise par la province de Westphalie en 1923, devait être vendue comme souvenir. Dessinée par Rudolph Basselt, directeur de l'école des Beaux-Arts de Magdebourg, elle représente un cheval qui se cabre, emblème de la Westphalie. Ce jeton mesure 60 mm de diamètre et est en maillechort, métal vil qui ressemble au nickel. Il fait partie de la Collection nationale de monnaies, Banque du Canada. Photographie : James Zagon, Ottawa.

Subscriptions

Canada and the United States: $10.00 per annum; $25.00 for three years. All other countries: $12.00 per annum; $30.00 for three years.

Public Libraries, Libraries of the Government of Canada and of Canadian provincial and municipal governments (including Crown corporations and agencies), Libraries of Canadian and foreign educational institutions: one half of the regular rate.

Subscription rates include the cost of postage.

Reprints of articles are available at a price of $1.00 for 10 copies of any one article. Individual copies of the Review may be obtained at all Bank of Canada Agencies at a price of $1.00 per copy. Remittances should be made payable to the Bank of Canada, collectable in Canadian currency.

Correspondence should be addressed to Bank of Canada Review
Public Information Division
Secretary's Department
Bank of Canada
245 Sparks Street
Ottawa, Canada
K1A 0G9

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

CN ISSN 0045-1460

Abonnements

Canada et États-Unis : 1 an, 10 $; 3 ans, 25 $. Tous autres pays : 1 an, 12 $; 3 ans, 30 $.

Bibliothèques publiques, bibliothèques du gouvernement canadien, des gouvernements provinciaux et municipaux du Canada (y compris celles des sociétés et agences de la Couronne), bibliothèques des établissements d'enseignement au Canada ou à l'étranger : demi-tarif pour les exemplaires expédiés sous un seul pli.

L'abonnement comprend les frais de port.

On pourra se procurer des tirés à part d'articles parus dans la Revue, au prix de 1 $ le paquet de 10 exemplaires d'un même article.

On pourra également se procurer des exemplaires de la Revue à toutes les agences de la Banque du Canada, au prix de 1 $ chacun.

Paiement à l'ordre de la Banque du Canada.

Adresser toute correspondance à : La Revue de la Banque du Canada
Section de l'information
Secrétariat
Banque du Canada
245, rue Sparks
Ottawa, Canada
K1A 0G9

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

CN ISSN 0045-1460

Business inventories: Recent cyclical and trend developments

Les tendances et l'évolution cyclique récentes des stocks des entreprises

Fluctuations in business inventory investment* have been a major factor shaping the most recent cycle in economic activity in Canada. There was a swift and substantial decumulation of inventories by businesses during the recession in late 1981 and throughout 1982 (Chart I) in response to both the worldwide weakness in final demand and the sharp rise in inventory financing costs. Indeed, the liquidation of stocks was proportionally larger than the fall in sales and produced a marked decline in the aggregate inventory/sales ratio – an estimate of the number of quarters' worth of sales that the supply of stocks on hand will meet at the current rate of sales.

During the recovery, inventory accumulation has resumed, but stocks have grown less quickly than final sales. Indeed, with financing costs still high, inventories have remained well below pre-recession levels. While there has been a long-term downward trend in the level of inventories businesses wish to hold relative to the volume of sales, this recent reduction in the inventory/sales ratio has brought them substantially below trend. This seems to be part of an overall effort by the business sector to bring costs under better control and improve competitiveness following the inflationary period of the 1970s and early 1980s. The

* Throughout this article, inventories are defined as excluding farm inventories. Final sales are defined as GNE minus non-farm business inventory investment.

This article was prepared in the Research Department by Jeffrey Trossman.

Les variations des investissements en stocks* ont été un des facteurs qui ont modelé le dernier cycle de l'activité économique du Canada. Les entreprises ont réagi rapidement à la faiblesse générale de la demande finale dans le monde et à la forte poussée des coûts du financement en réduisant considérablement leurs stocks durant la récession, soit pendant les derniers mois de 1981 et toute l'année 1982 (voir Graphique I). De fait, la diminution des stocks a été proportionnellement plus forte que la chute des ventes et elle a engendré une baisse marquée du ratio Stocks/Ventes. Ce ratio est une estimation du nombre de trimestres pendant lesquels les stocks en magasin suffisent à satisfaire la demande si le rythme des ventes ne change pas.

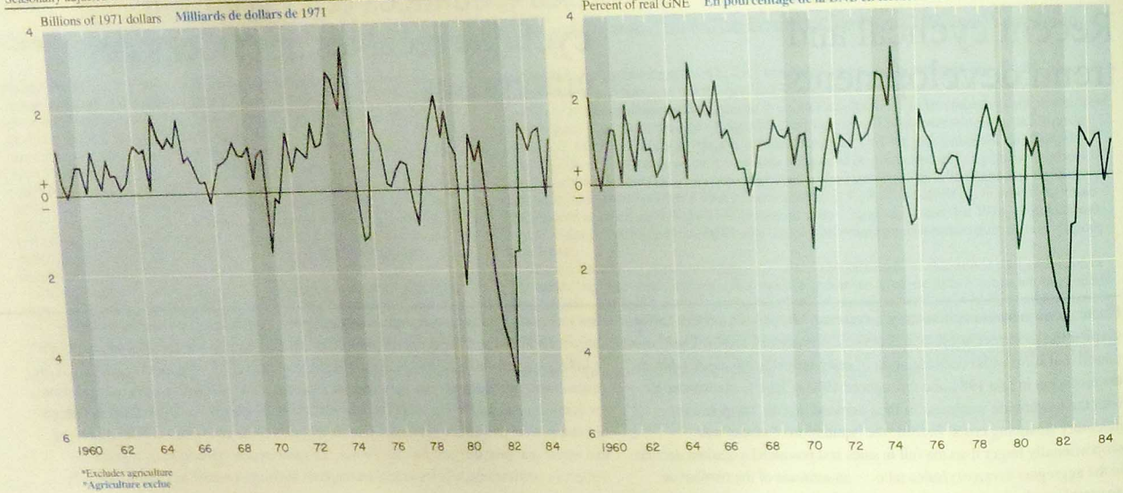
Pendant la relance, les entreprises se sont remises à accumuler des stocks, mais ceux-ci ont augmenté moins rapidement que les ventes finales. Les coûts du financement étant toujours élevés, les stocks sont restés à des niveaux beaucoup moins élevés que ceux d'avant la récession. Bien que le rapport entre les stocks que les entreprises désirent maintenir et le volume des ventes ait enregistré une tendance à la baisse sur longue période, la baisse récente a fait tomber ce taux bien au-dessous du taux tendanciel. Ce phénomène semble s'expliquer par les efforts déployés par le secteur des entreprises pour mieux maîtriser l'évolution des coûts et améliorer sa compétitivité après l'expérience inflationniste des années 70 et du début des années 80. Le présent article traite de ces aspects de l'évolution récente des investissements en stocks des entreprises.

* Dans le présent article, les stocks de produits agricoles sont exclus de notre définition des stocks. Les ventes finales sont définies comme étant la DNB moins les investissements en stocks des entreprises non agricoles.

Cet article a été préparé au département des Recherches par Jeffrey Trossman.

Chart I Business inventory investment*
Graphique I Investissements en stocks des entreprises*

Seasonally adjusted at annual rates Données désaisonnalisées exprimées en chiffres annuels



*Excludes agriculture
*Agriculture exclue

remainder of this article discusses these recent developments in business inventory investment.

The role of inventories in the business cycle

The level and type of inventories that businesses hold depends for the most part on the type of activity engaged in, whether retailing, wholesaling or production. The level of inventories they wish to hold, however, is not necessarily constant over time. Rather, in determining this volume, businesses are influenced by a variety of factors – their expected sales and anticipated price movements as well as the financing costs of holding inventories and other economic developments. An increase in expected sales or an acceleration in the expected rate of price increases generally raises the desired level of inventories while, conversely, higher financing costs of carrying inventories tend to lower the desired level.

In the absence of unforeseen events, changes in the level of inventories could be thought of as representing desired changes in response to changing economic circumstances. However, the economy is also subject to unanticipated demand disturbances which generally result in firms, temporarily at least, holding a level of inventories that diverges from where they want the level to be. For example, when a cyclical slowdown in final sales occurs, inventories initially accumulate. This is due in the first place to the unexpected nature of these cyclical developments. Even when the slowdown becomes clearly evident, firms may nonetheless decide to allow inventories to accumulate. Such a response is rational if firms expect the slowdown in sales to be short-lived, in which case adjusting production and purchasing schedules may be more costly than temporarily carrying a higher level of inventories. This response to changes in demand conditions represents the role that inventories play in buffering production and employment levels from short-term fluctuations in final demand.

If the contraction in final sales persists, businesses must eventually curtail output, not only to bring production into line with the new, lower level of expected sales, but also to eliminate the undesired accumulation of inventories. As production is cut back, employment and incomes are also affected, thereby accentuating the slowdown in aggregate demand. The reverse would of course result if there were an unexpected prolonged increase in final sales.

The historical effect of changes in inventory investment on business cycles in Canada can be seen in Chart II. The observed gap between the cyclical change in output and final sales reflects changes in inventory investment. During the early phase of previous cyclical contractions, growth in the volume of final sales tended on average to be below that of real GNE. Increased inventory accumulation therefore cushioned some of the initial weakness in final demand, resulting in an increase in the share of inventory investment in GNE (Chart III). Subsequently, as production levels were adjusted in response to the continued weakness in sales, the rate of stock building slowed, with this deceleration in inventory accumulation being an important factor contributing to the decline of output at the trough of the cycle. Thus, during past periods of economic slowdown, inventory investment acted initially to counter the weakness in

Le rôle des stocks dans le cycle économique

Le volume et le type de stocks que maintiennent les entreprises varient principalement en fonction du type d'activité auquel elles se consacrent, à savoir le commerce de détail, le commerce de gros ou la production. Le volume des stocks qu'elles désirent maintenir n'est toutefois pas nécessairement constant. Il est plutôt calculé en fonction d'un certain nombre de facteurs comme le chiffre prévu des ventes, les fluctuations anticipées des prix, le coût du financement des stocks ou d'autres considérations d'ordre économique. En règle générale, l'entreprise qui prévoit une augmentation de ses ventes ou une accélération de la hausse des prix augmente ses stocks, alors qu'elle a tendance à les réduire si elle prévoit une augmentation du coût du financement.

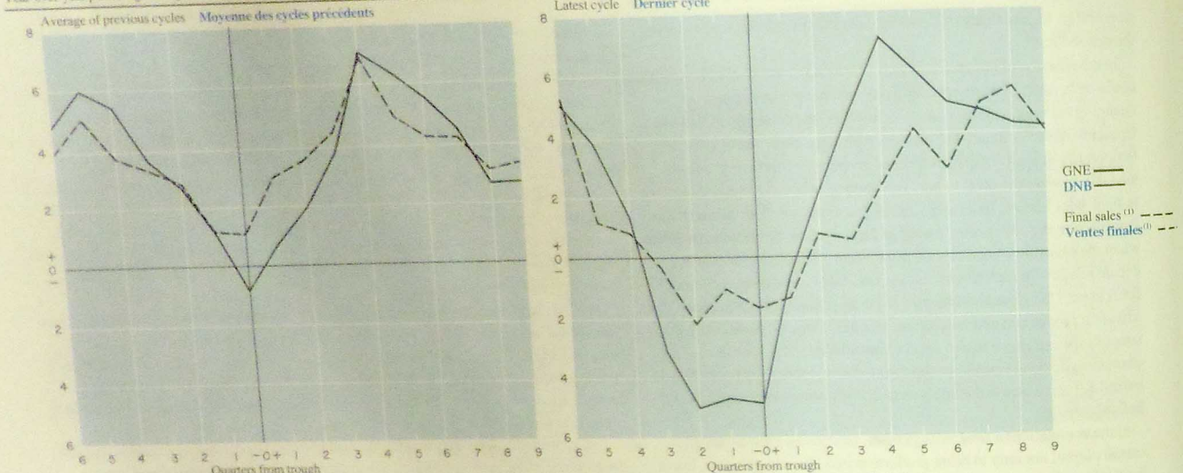
Si l'on pouvait faire abstraction des imprévus, on pourrait penser que les variations des stocks constituent des réactions délibérées des entreprises à l'évolution de la conjoncture économique. L'économie est toutefois sujette à des perturbations imprévisibles de la demande, qui forcent habituellement les entreprises à maintenir, du moins temporairement, les stocks à un niveau qui diffèrent de celui qu'elles désirent. Par exemple, le ralentissement cyclique des ventes finales entraîne dans un premier temps un accroissement des stocks. Cela s'explique d'abord par le caractère inattendu de ces phénomènes cycliques. Même lorsque le ralentissement devient évident, les entreprises peuvent néanmoins décider de laisser s'accroître leurs stocks. Une telle décision est rationnelle si les entreprises estiment qu'il s'agit d'un phénomène de courte durée et qu'il serait plus coûteux de modifier leur calendrier de production et celui des achats que de fonctionner pendant quelque temps avec des stocks plus abondants que ceux qu'elles auraient désirés. Cette réaction des stocks à l'évolution de la demande illustre bien le rôle de tampon qu'ils jouent en protégeant la production et l'emploi contre les fluctuations à court terme de la demande finale.

Si les ventes finales continuent de diminuer, les entreprises doivent finalement réduire leur production non seulement pour l'aligner sur le bas niveau des ventes, mais aussi pour se défaire du surplus non désiré de leurs stocks. La réduction de la production se répercute sur l'emploi et sur les revenus, accentuant le ralentissement de la demande globale. Évidemment, c'est l'inverse qui se produirait si les ventes finales enregistraient un accroissement prolongé et inattendu.

Le Graphique II illustre les incidences que les variations des investissements en stocks des entreprises ont eues au Canada sur le cycle économique. L'écart observé entre la variation cyclique de la production et celle des ventes finales reflète les variations des investissements en stocks. Pendant la première phase des contractions conjoncturelles, le taux de croissance moyen des ventes finales a généralement eu tendance à se maintenir au-dessous de celui de la DNB en termes réels. L'accélération du rythme d'accumulation des stocks a donc atténué l'impact de l'affaiblissement de la demande finale, ce qui a fait augmenter la part des investissements en stocks dans la DNB (voir Graphique III). Par la suite, lorsque les niveaux de production se sont ajustés à la faiblesse continue des ventes, le rythme d'accumulation des stocks s'est ralenti, contribuant ainsi fortement à abaisser la production au niveau des creux cycliques de l'activité économique. Ainsi, au cours des périodes passées de ralentissement de l'activité économique, les investissements en stocks ont d'abord eu pour effet de compenser la faiblesse de la demande finale, puis d'accentuer le ralentissement. En outre, chaque fois que les ventes finales recommençaient à progresser, les entreprises attendaient en général un certain temps avant d'augmenter leur production. C'est ainsi qu'on a généralement observé une période de déstockage au tout début des phases d'expansion. Et comme l'augmentation de la demande était en partie satisfaite par les stocks existants, la croissance de la production était inférieure à celle des ventes finales au début des phases d'expansion. Mais, alors que le volume de production s'ajustait en fonction de la reprise de la demande finale, le

Chart II Cyclical change in output and final sales
Graphique II Variation cyclique de la production et des ventes finales

Year-over-year percentage change **Taux de variation d'une année à l'autre**



The averages are taken over the previous five cycles (trough quarters: 1954Q2, 1957Q4, 1961Q1, 1975Q1 and 1980Q2).
Trough quarter for the latest cycle is 1982Q4.
(1) Final sales = GNE minus inventory investment.

Les moyennes sont établies à partir des cinq cycles antérieurs (creux : 2e trim. 1954, 4e trim. 1957, 1er trim. 1961, 1er trim. 1975 et 2e trim. 1980).
Creux du dernier cycle : 4e trim. 1982.
(1) Ventes finales = DNB moins les investissements en stocks

final demand but subsequently aggravated the downturn. Moreover, even after final sales began to recover, there was typically a delay before businesses raised production levels in response. As a result, destocking generally occurred during the early stages of previous expansions. With part of the increase in demand being met out of existing stocks, output growth consequently remained below growth in final sales in the initial expansion phase. As production adjusted to the recovery in final demand, however, the accompanying rebound in inventory investment reinforced the overall economic recovery. In this way, inventory investment has typically exacerbated the decline in aggregate demand during recessions but added to demand once the recovery was firmly under way, thereby increasing the volatility in economic activity through the typical business cycle.

redressement des investissements en stocks venait renforcer la reprise globale de l'économie. Ainsi, les investissements en stocks ont en règle générale accentué l'affaiblissement de la demande globale pendant les récessions tandis qu'ils ont renforcé la demande lorsque la reprise était bien enclenchée, accentuant par le fait même les fluctuations de l'activité économique tout le long du cours normal des cycles économiques.

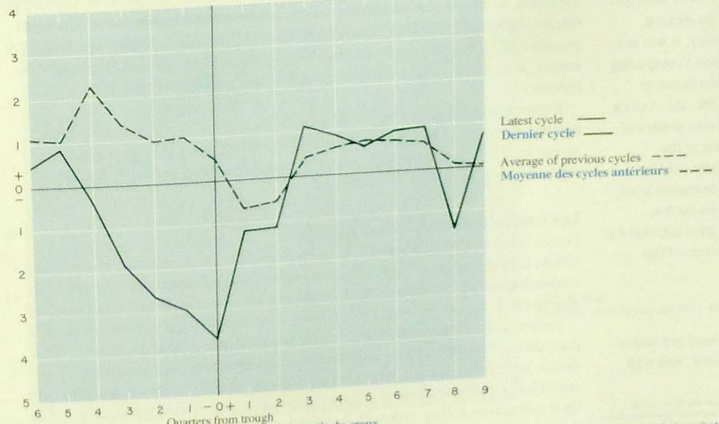
Les investissements en stocks ont subi des fluctuations beaucoup plus prononcées au cours du dernier cycle économique que pendant les cycles antérieurs (voir Graphiques II et III). Lorsque la croissance des ventes finales s'est ralentie au milieu de 1981, les investissements en stocks ont d'abord contribué, comme d'habitude, à tempérer les fluctuations de la demande globale, mais ils ont ensuite subi une brusque réduction plutôt que la décélération graduelle que l'on observe habituellement. Le désinvestissement s'est poursuivi pendant toute la durée de la phase de récession. De fait, au cours de la période

In the most recent economic cycle, fluctuations in inventory investment have been much more extreme than those in earlier periods of slowdown and expansion (Charts II and III). As final sales decelerated in mid-1981, demand was, as usual, buffered briefly by inventory investment, but this was followed unusually quickly by a steep decumulation of stocks, rather than the typical slowing in the rate of accumulation. This inventory disinvestment continued through the rest of the contraction. Indeed, between the second quarter of 1981 and the fourth quarter of 1982, that is, from the cyclical peak to the trough, the

comprise entre le deuxième trimestre de 1981 et le dernier trimestre de 1982, c'est-à-dire entre le sommet et le creux du cycle, le volume des stocks détenus par les entreprises a diminué, en dollars de 1971, de plus de 3,25 milliards, soit plus de la moitié de la baisse de la DNB en termes réels (voir Tableau I). Le déstockage s'est poursuivi au cours des deux premiers trimestres de la reprise économique, mais à un rythme considérablement réduit, ce qui a contribué à faire augmenter la DNB plus vite que les ventes finales*. Vers

* Cette situation est due au fait que c'est le niveau des investissements en stocks, c'est-à-dire la variation des stocks, qui est une composante de la DNB. Par conséquent, le taux de croissance de celle-ci dépend du changement dans la variation des stocks. Ainsi, bien que les investissements en stocks soient demeurés négatifs tout le long des premiers trimestres de la reprise, ils étaient moins qu'au creux de la récession et continuaient de s'améliorer de sorte qu'ils favorisaient la croissance de la DNB.

Chart III Inventory investment as a percentage of GNE
Graphique III Investissements en stocks en pourcentage de la DNB



The averages are taken over the previous five cycles (trough quarters: 1954Q2, 1957Q4, 1961Q1, 1975Q1 and 1980Q2).
Trough quarter for the latest cycle is 1982Q4.

Les moyennes sont établies à partir des cinq cycles antérieurs (creux : 2e trim. 1954, 4e trim. 1957, 1er trim. 1961, 1er trim. 1975 et 2e trim. 1980).
Creux du dernier cycle : 4e trim. 1982

Table I
Tableau I

Contributions to growth in real Gross National Expenditure during the latest business cycle
Contributions à la croissance de la dépense nationale brute en termes réels au cours du dernier cycle économique

Percentage points **Points de pourcentage**

	1981Q2-1982Q4 (peak to trough) **2e trim. 1981 - 4e trim. 1982 (du sommet au creux du cycle)**	1982Q4-1983Q4 (first four quarters of recovery) **4e trim. 1982 - 4e trim. 1983 (quatre premiers trimestres de la reprise)**	1983Q4-1985Q1 (subsequent five quarters of recovery) **4e trim. 1983 - 1er trim. 1985 (cinq trimestres suivants)**	
Real GNE growth	−6.6	7.1	5.2	**Taux de croissance de la DNB réelle**
Contributions			5.2	**Contribution**
Final sales (1)	−1.9	2.0	4.0	**Ventes finales (1)**
Final domestic demand	−4.4	2.3	2.8	**Demande intérieure finale**
Personal consumption	−1.6	3.1	0.9	**Consommation des ménages**
Government goods and services	0.5	0.2	0.2	**Biens et services du secteur public**
Residential construction	−1.1	0.4	0.1	**Construction résidentielle**
Business fixed investment	−2.2	−1.4	1.2	**Investissements fixes des entreprises**
Net exports	2.5	−0.3	−0.1	**Exportations nettes**
Non-farm business inventory investment	−3.9	4.7	0.1	**Investissements en stocks des entreprises non agricoles**
Other (2)	−0.8	0.4		**Autres (2)**

(1) Final domestic demand plus exports less imports.
(2) Change in farm inventories and residual error of estimate.

(1) Demande intérieure finale plus les exportations moins les importations
(2) Variation des stocks des entreprises agricoles et erreur résiduelle d'estimation.

volume of inventories held by businesses fell by more than $3 1/4 billion (constant 1971 dollars), a development that accounted for more than half of the decline in real GNE (Table I). Although inventory destocking continued during the first two quarters of economic recovery, it was at a substantially reduced rate, and thus contributed to GNE growth outpacing growth in final sales.* Around mid-1983, businesses again began to accumulate inventories and, in the most recent quarters, the rate of stock building as a percentage of GNE has conformed closely to the pattern of previous cycles. It should be noted, however, that because of the magnitude of the two-year decumulation, the level of stocks held by businesses has remained significantly lower than its pre-recession level.

This would seem to suggest that changes in other factors such as interest rates, inflationary expectations and technology, have affected the desired level of inventories relative to sales. The next section of this article discusses these possible influences.

Trends in inventory/sales ratios

As indicated in Chart IV, the volume of total stocks on hand per unit of final sales of goods has been trending downwards over time, although

* The level of inventory investment, that is, the value of physical change in inventories held, is one component of Gross National Expenditure (GNE), and it is the *rate of change in inventory investment* that affects the *growth rate in GNE*. Thus although inventory investment remained negative in the early quarters of the recent recovery and caused the level of GNE to be lower than otherwise, it was increasingly less negative than during the recession and thereby contributed positively to the rate of growth in GNE.

le milieu de 1983, les entreprises ont recommencé à accumuler des stocks et, ces derniers trimestres, le ratio des investissements en stocks par rapport à la DNB a adopté un profil très semblable à celui qu'il avait eu pendant les cycles précédents. Il convient de signaler toutefois qu'à cause de l'ampleur du processus de déstockage, qui s'est étendu sur deux années, le niveau des stocks est demeuré de loin inférieur à celui atteint avant la récession.

Il semble ressortir de ce qui précède que certains autres facteurs tels que l'évolution des taux d'intérêt, les anticipations inflationnistes et la technologie ont influencé le niveau souhaité des stocks par rapport aux ventes. Les effets possibles de ces facteurs sont analysés dans la prochaine section.

Les tendances des ratios Stocks/Ventes

Comme l'indique le Graphique IV, le rapport des stocks en magasin aux ventes finales a affiché sur longue période une tendance à la baisse qui a été entrecoupée de variations conjoncturelles très prononcées. Cette tendance à la baisse s'explique par la gestion de plus en plus efficace des stocks que les innovations technologiques ont rendue possible.

Durant la récession de 1981-1982, le ratio Stocks/Ventes a chuté de façon particulièrement marquée pour s'établir à un niveau bien inférieur à son niveau tendanciel. De plus, cette chute ne s'est pas renversée depuis le début de la reprise. Les stocks accumulés fin mars 1985 (mesurés en dollars de 1971) n'ont totalisé que 26,0 milliards de dollars, contre 27,7 milliards au milieu de 1981, tandis que les ventes finales ont dépassé leur sommet d'avant la récession. Une chute analogue du ratio Stocks/Ventes au début des années 70 s'était ensuite inversée, mais lorsqu'on compare la

there have also been very distinct cyclical fluctuations in this ratio. This long-term downward trend reflects increasingly efficient inventory management made possible by the application of technological innovations.

During the 1981-82 recession, there was a particularly sharp decline in the aggregate inventory/sales ratio to a level well below trend. Moreover, this decline has not been reversed through the recovery period to date. Indeed, measured in constant 1971 dollars, stocks at the end of March 1985 totalled only $26.0 billion compared to $27.7 billion in mid-1981 while final sales have surpassed previous peak levels. A similar decline in the aggregate ratio in the early 1970s was subsequently reversed but a

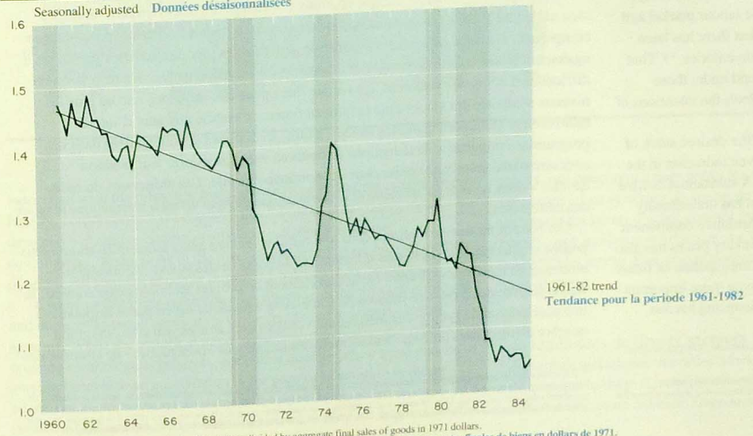
période qui vient de s'écouler on est tenté de croire que l'écart existant entre le niveau actuel et le niveau tendanciel du ratio Stocks/Ventes pourrait bien persister.

La baisse considérable du ratio Stocks/Ventes au début des années 70* est survenue à un moment où les taux d'utilisation des ressources étaient très élevés et où l'offre était soumise à de fortes pressions. Dans une telle conjoncture, il semble que la diminution des stocks ait été foncièrement involontaire. Ainsi, les stocks se sont accumulés rapidement vers le milieu des années 70, lorsque les pressions de la demande sur l'offre se sont apaisées. Le processus de reconstitution des stocks allait de pair avec une

* Pour une analyse plus détaillée des ratios Stocks/Ventes enregistrés pendant cette période, voir l'article intitulé « Les tendances récentes des investissements en stocks des entreprises », publié dans la livraison de juillet 1978 de la *Revue de la Banque du Canada*.

Chart IV
Graphique IV

Aggregate stock-sales ratio*
Ratio Stocks/Ventes pour l'ensemble de l'économie*



*Non-farm business inventories in 1971 dollars divided by aggregate final sales of goods in 1971 dollars.
*Quotient des stocks des entreprises non agricoles en dollars de 1971 par l'ensemble des ventes finales de biens en dollars de 1971.

comparison with this earlier period suggests that the current divergence of the inventory/sales ratio from its trend may well persist.

The sharp decline in the aggregate inventory/sales ratio during the early 1970s* occurred in the context of very high rates of resource utilizaion and severe supply constraints. In this environment, it appears that the inventory decumulation was essentially unintended. Later, when demand and supply pressures eased towards the mid-1970s, stocks were rapidly accumulated. This rebuilding was concurrent with accelerating inflationary pressures. With rising commodity prices, there was a significant speculative accumulation of raw material inventories by manufacturers. These factors combined to produce an abrupt increase in the inventory/sales ratio to a level substantially above trend by early 1975.

In contrast to this earlier period the recent decline in the aggregate inventory/sales ratio appears to have been largely intended by the business sector and was facilitated by the increasingly widespread use in recent years of computerized inventory control techniques. In response to the precipitous decline in final sales during the recession firms began to pare their stocks by curtailing production. During the current recovery, moreover, the persistence of considerable slack in the labour market and the generally low capacity utilization rates indicate that there has been available capacity for firms wishing to rebuild their inventories.** That the inventory/sales ratio has remained well below trend under these circumstances suggests that the current low ratio reflects the intentions of the business sector.

Recent movements in the variables that influence the desired stock of inventories have also been consistent with the observed reduction in the inventory/sales ratio to a level well below its trend. A substantial decline in the rate of price inflation during the past two years has undoubtedly cooled inflationary expectations and reduced the speculative component of inventory demand. The global weakness in commodity prices has also reduced the incentive to hold raw material stocks in anticipation of future price increases or reduced availability. Perhaps an even more important influence on desired inventory levels has been the financing burden

* For a more detailed discussion of this period, see "Business inventory investment: Analysis of recent trends", *Bank of Canada Review*, July 1978.

** There are a few exceptions to the generally low capacity utilization rates such as automotive manufacturing where demand has been particularly buoyant. Removing the automotive industry from the stock/sales calculations, however, does not significantly change the overall picture.

accélération des pressions inflationnistes. Comme les prix des matières premières augmentaient, l'accumulation des stocks de matières premières par les producteurs comportait un élément fortement spéculatif. Tous ces facteurs se sont combinés pour faire grimper brusquement le ratio Stocks/Ventes, au début de 1975, considérablement au-dessus de son niveau tendanciel.

Par contre, le récent déclin du ratio Stocks/Ventes semble avoir largement résulté de décisions délibérées des entreprises et a été facilité depuis quelques années par les techniques de contrôle informatisé des stocks. Les entreprises ont réagi à la baisse marquée des ventes finales pendant la récession en limitant leur production afin de réduire leurs stocks. La persistance d'une marge considérable de ressources inutilisées sur le marché du travail et les taux généralement bas d'utilisation des capacités observés pendant la relance actuelle indiquent bien que les entreprises qui désirent regarnir leurs stocks ont eu la possibilité de le faire*. Le fait que le ratio Stocks/Ventes soit resté bien en deçà de sa tendance laisse supposer, dans ces circonstances, que le ratio actuel reflète le désir des entreprises.

Les variables qui influencent le niveau désiré des stocks ont elles aussi évolué ces derniers temps dans le même sens qu'une chute du ratio Stocks/Ventes au-dessous de son niveau tendanciel. La baisse marquée du taux d'inflation ces deux dernières années a sans nul doute affaibli les anticipations inflationnistes et réduit l'élément spéculatif que comporte la demande de stocks. La faiblesse générale des prix des matières premières a également réduit le désir d'accumuler des stocks en prévision de hausses de prix ou de difficultés d'approvisionnement. Un facteur qui a peut-être influencé encore plus les niveaux souhaités des stocks a été le fardeau financier associé aux taux d'intérêt relativement élevés des dernières années. Enfin, les sociétés se sont lancées dans des programmes importants de réductions de coûts en vue d'améliorer leur position concurrentielle dans cette conjoncture économique difficile. Les réductions du ratio Stocks/Ventes ne sont qu'un élément d'une stratégie globale visant à restructurer le bilan des entreprises.

Ces réductions ont été réalisées dans une certaine mesure grâce à une utilisation mieux pensée et plus large des systèmes informatisés de contrôle des stocks. Alors que la tendance du ratio Stocks/Ventes traduit un élément de progrès technologique continu, la baisse récente de ce ratio au-dessous de son niveau tendanciel est en partie imputable à une accélération du rythme des innovations ces dernières années. En effet, un grand nombre d'entreprises utilisent actuellement des techniques «ponctuelles» de contrôle des

* Il convient de souligner que plusieurs branches d'activités, en particulier celles qui sont surtout tournées vers la production de biens destinés à l'exportation ou de biens de l'industrie automobile fonctionnent actuellement à des taux d'utilisation des capacités relativement élevés. Dans la mesure où la reprise s'est concentrée dans ces branches d'activités, il se peut que le faible ratio Stocks/Ventes traduise, du moins en partie, l'incapacité où se trouvent ces dernières de reconstituer leurs stocks.

Chart V Stock-shipments ratio for manufacturing
Graphique V Ratio Stocks/Expéditions : Entreprises manufacturières



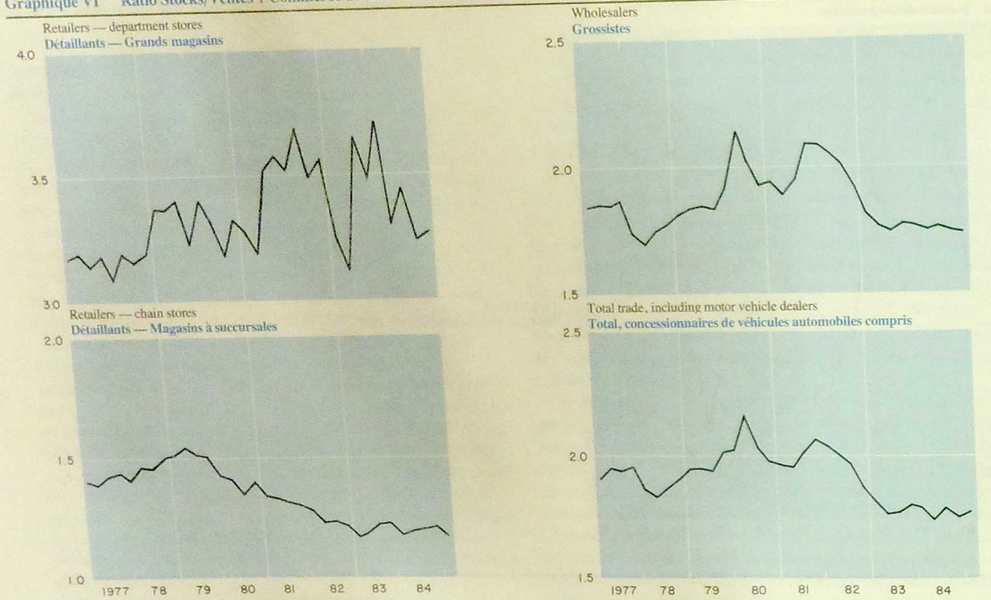
associated with the relatively high interest rates prevailing in recent years. Finally, corporations have engaged in substantial cost-cutting measures designed to improve competitiveness in a difficult economic environment. Reductions in the inventory/sales ratio are but one element of an overall strategy aimed at improving balance sheet positions.

To some extent these reductions have been realized through improved and more widespread application of computerized inventory control systems. While the historical trend in the inventory/sales ratio reflects ongoing technological progress, the recent decline below trend may be in part attributable to an acceleration in the pace of innovation in recent years. For example, many firms now use "just-in-time" inventory control techniques whereby inventories arrive as they are required. In the stocks, qui consistent à faire entrer les marchandises en magasin au fur et à mesure qu'on en a besoin. Les systèmes de «point de vente» utilisés dans le secteur de détail, qui informent les agents d'achat aussitôt que les marchandises sont vendues, ont aussi favorisé une meilleure gestion des stocks. En conséquence, depuis 1981, les entreprises ont réduit les stocks d'un niveau équivalant à quatre mois à un niveau equivalent à trois mois de vente.

Les tendances de divers secteurs

Les courbes sectorielles des ratios Stocks/Ventes illustrées aux Graphiques V et VI montrent que la chute récente du ratio global Stocks/Ventes en deçà de la tendance a été un phénomène assez répandu. Dans le secteur manufacturier (Graphique V), le ratio

Chart VI Stock-sales ratio for retail and wholesale trade
Graphique VI Ratio Stocks/Ventes : Commerce de détail et commerce de gros



retail sector, "point-of-sale" systems which inform purchasing agents immediately when goods are sold have also facilitated improvements in inventory management. As a result of such developments, the business sector has reduced the level of inventories held from approximately four months' supply to three months' supply since 1981.

Industry trends

Sectoral inventory/sales ratios (Charts V and VI) indicate that the recent decline in the aggregate inventory/sales ratio below trend has been a fairly widespread phenomenon. In manufacturing (Chart V), an abrupt and precipitous fall in the inventory/shipments ratio took place during the recession.* Although this decline began about one quarter after the turning point in the aggregate ratio, the manufacturing sector accounted for a substantial portion of the overall reduction. Within the manufacturing sector, moreover, the decline was apparent across a broad spectrum of industries, both automotive and non-automotive. In very recent quarters, the relative stability of the inventory/shipments ratio in manufacturing has contributed to a similar pattern in the aggregate inventory/sales ratio.

In retail and wholesale trade (Chart VI), there was also a clearly discernible lowering in the inventory/sales ratio during the recession, followed by a period of stability during the recovery. In contrast to the sharp and considerable decline in the manufacturing ratio, the reduction

* Manufacturing stocks are approximately one half of total inventories held in Canada.

Stocks/Expéditions a enregistré une baisse abrupte et précipitée pendant la récession*. Bien que cette chute ne se soit amorcée que trois mois environ après que le ratio global a atteint le point de retournement cyclique, la baisse du ratio dans ce secteur compte pour une part considérable dans la diminution du ratio global. De plus, la chute du ratio du secteur manufacturier a été observée dans un grand nombre d'industries reliées ou non à l'automobile. Au cours des tout derniers trimestres, la stabilité relative du ratio Stocks/Expéditions du secteur manufacturier a contribué à imprimer une certaine stabilité au ratio global Stocks/Ventes.

Le ratio Stocks/Ventes dans les secteurs du commerce de gros et du commerce de détail (voir Graphique VI) a aussi fléchi de façon sensible pendant la récession puis s'est stabilisé au cours de la reprise qui a suivi. Par rapport au ratio du secteur manufacturier, dont la chute a été brusque et considérable, la diminution des ratios Stocks/Ventes des secteurs du commerce de gros et du commerce de détail a été plus graduelle et moins prononcée. Dans le secteur du commerce de détail, le ratio Stocks/Ventes des grands magasins a affiché une tendance quelque peu irrégulière, qui semble toutefois orientée à la hausse** et a même dépassé récemment les niveaux d'avant la récession. Le ratio des magasins à succursales† a commencé durant les derniers mois de 1979 une baisse graduelle qui s'est poursuivie tout le long de la dernière récession; ce phénomène est

* Les stocks des entreprises manufacturières représentent environ la moitié de l'ensemble des stocks détenus au Canada.

** La courbe ascendante du ratio Stocks/Ventes des grands magasins a été signalée dans la livraison de juillet 1978 de la Revue. On y avançait l'hypothèse que le choix plus vaste d'articles qu'offrent les grands magasins pouvait être l'une des causes de ce phénomène.

† Statistique Canada définit comme magasin à succursales toute entreprise qui exploite au moins quatre points de vente appartenant à un même genre de commerce et sous une même appartenance juridique (n° 63-120 au Catalogue). Les supermarchés et épiceries constituent environ la moitié de tous les magasins à succursales au pays.

Chart VII Stock-sales ratio for passenger cars*
Graphique VII Ratio Stocks/Ventes (Voitures de tourisme*)



*North-American built
*Fabriquées en Amérique du Nord

in the inventory/sales ratios for retail and wholesale trade was both more gradual and less marked. Within the retail trade sector, the department store inventory/sales ratio has followed a somewhat irregular but apparently upward trend*, and has furthermore recently exceeded pre-recession peaks. In chain stores** the ratio fell smoothly from late 1979 through the recent recession, probably reflecting the impact of the ever-broader use of computerized inventory controls. The chain and department store inventory/sales ratios thus did not follow the same pattern as the aggregate ratio during the latest cycle. In contrast, the inventory/sales ratio for retailers of North American built passenger cars did fall abruptly and substantially during the recession (Chart VII). Since the recovery began, car dealers' stocks have remained at relatively low levels because of the strength of current demand for cars. Because of the tight inventory controls typically practised by automotive manufacturers and the low levels of inventories of finished products held at the manufacturing level, the inventory impact of this demand has been evident primarily at the retail level. Nevertheless it is worth noting that movements in the inventory/sales ratio for car retailers have paralleled those in the aggregate stock/sales ratio. Unlike the chain and department store ratios the inventory/sales ratio for wholesalers does show evidence of a decline through the recession, followed by stability in the recovery, although this decline was neither as abrupt nor as large as the fall in the manufacturing stock/shipments ratio.

In summary, the recent behaviour of the aggregate inventory/sales ratio appears to reflect the broadly similar patterns of stock/sales ratios for most sectors of the economy, with the notable exception of department stores and to a lesser extent of chain stores.

probablement attribuable à l'utilisation plus généralisée des méthodes informatiques de contrôle des stocks. Les ratios Stocks/Ventes des grands magasins et des magasins à succursales n'ont donc pas affiché le même profil que le ratio global au cours du dernier cycle économique. Par contre, le ratio Stocks/Ventes des marchands de voitures fabriquées en Amérique du Nord, lui, a fléchi brusquement et considérablement lors de la récession (voir Graphique VII). Depuis le début de la reprise, les stocks d'automobiles des concessionnaires sont demeurés relativement faibles en raison de la vigueur de la demande de voitures. Étant donné le contrôle serré des stocks pratiqué normalement par les fabricants d'automobiles et les faibles stocks de produits finis détenus dans les usines, l'incidence de cette vigoureuse demande sur les stocks a été surtout manifeste au niveau des détaillants. Il est bon de signaler, néanmoins, que les variations du ratio Stocks/Ventes des détaillants ont été équivalentes à celles du ratio Stocks/Ventes global. Contrairement aux ratios enregistrés pour les magasins à succursales multiples et les grands magasins, celui des grossistes s'est tassé pendant la récession puis s'est stabilisé au cours de la reprise, mais le fléchissement observé n'a pas été aussi brusque ni aussi considérable que la chute du ratio Stocks/Expéditions du secteur manufacturier.

En résumé, le comportement affiché par le ratio global Stocks/Ventes au cours du dernier cycle économique semble refléter les profils d'évolution assez semblables qu'ont enregistrés les ratios des divers secteurs de l'économie, à l'exclusion principalement de ceux des grands magasins et, dans une moindre mesure, des magasins à succursales.

* The upward trend in the department store inventory/sales ratio in the 1970s was discussed in the 1978 Review article. It was suggested that the increasing variety of goods sold by department stores may have contributed to this rising trend.

** Statistics Canada defines a chain as "an organization operating four or more retail outlets in the same kind of business under the same legal ownership" (Catalogue 63-120). This excludes department stores. About one half of total chain store sales are accounted for by supermarkets and grocery stores.

Balance of payments developments in 1984

External trade in 1984 contributed importantly to growth in the Canadian economy. In volume terms, the increase in the balance of trade in goods and services accounted for about 1.3 percentage points of the 5 per cent growth in GNE in the year. Major elements in this strong performance were the trade balances in automotive and energy products which increased substantially for the third consecutive year. The trade volume improvement was not fully reflected in the current dollar amount of the surplus, however, because the international prices of Canadian exports did not rise as much as import prices.

L'évolution de la balance des paiements en 1984

Les échanges commerciaux avec l'étranger ont grandement contribué en 1984 à la croissance de l'économie canadienne. Au cours de cette période, la DNB a enregistré une croissance de 5 %, dont 1,3 point de pourcentage était imputable à l'augmentation du volume des échanges de biens et de services. Une source importante de la vitalité affichée par la balance courante a été l'augmentation, pour une troisième année consécutive, du solde des échanges de produits de l'industrie automobile et de produits énergétiques. Cependant, comme les prix des exportations canadiennes sur les marchés étrangers ne se sont pas accrus autant que les prix des importations, l'amélioration des échanges, en termes réels, ne s'est pas entièrement répercutée sur l'excédent en dollars courants de la balance commerciale.

Table I
Tableau I

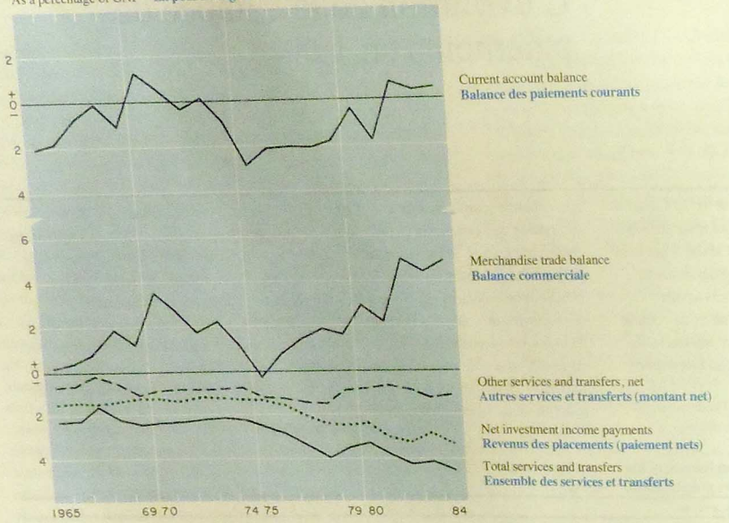
Summary of the Canadian balance of international payments
Aperçu de la balance des paiements du Canada

Billions of dollars — En milliards de dollars

	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1983 I	1983 II	1984 I	1984 II	
	1979	1980	1981	1982	1983	1984	I	II	I	II	
Current account											Balance des paiements courants
Merchandise trade											Balance commerciale
Exports	65.6	76.7	84.5	84.5	90.8	112.1	44.0	46.8	55.1	57.0	Exportations
Imports	61.2	67.9	77.1	66.7	73.1	91.5	35.0	38.1	46.0	45.5	Importations
Balance	4.4	8.8	7.3	17.8	17.7	20.7	9.0	8.7	9.1	11.5	Solde
Net investment income payments	−6.7	−7.2	−10.5	−11.8	−11.2	−13.9	−5.5	−5.7	−6.8	−7.1	Revenus des placements (paiements nets)
Other services and transfers	−2.6	−2.7	−2.9	−3.4	−4.8	−4.2	−3.0	−1.8	−3.5	−0.7	Autres services et transferts
Current account balance	−4.8	−1.1	−6.1	2.7	1.7	2.6	0.6	1.1	−1.1	3.7	Solde de la balance des paiements courants
Net capital movements											Mouvements nets de capitaux
Long-term	2.1	1.1	0.1	8.1	2.3	3.4	1.7	0.6	2.1	1.2	À long terme
Short-term	7.1	−0.2	16.4	−9.6	2.1	−1.2	0.6	1.5	−2.4	1.2	À court terme
Total	9.2	0.9	16.5	−1.6	4.4	2.1	2.4	2.1	−0.3	2.4	Total
Allocations of SDRs	0.2	0.2	0.2	—	—	—	—	—	—	—	Allocation de DTS
Statistical discrepancy	−2.6	−1.3	−9.3	−1.8	−5.6	−5.8	−2.2	−3.4	−1.4	−4.4	Écart statistique
Net official monetary movements	1.9	−1.3	1.4	−0.7	0.5	−1.1	0.8	−0.2	−2.8	1.7	Variation nette des réserves monétaires officielles

Chart I Canada's current account and its components
Graphique I Solde de la balance canadienne des paiements courants et de ses composantes

As a percentage of GNP En pourcentage du PNB



The $2.6 billion surplus on the current account in conjunction with a long-term capital inflow of $3.4 billion gave a $6 billion surplus in the basic balance. The inflow of long-term capital from abroad was particularly bolstered last year by a substantial increase in foreign purchases of existing Canadian bonds and by a drop in takeovers by Canadian firms of foreign-controlled subsidiaries in Canada.

In offset to the basic balance inflow in the balance of payments accounts there was an identified short-term capital outflow of just $1.2 billion, and a residual statistical discrepancy of $5.8 billion. Net official reserves declined by $1.1 billion, primarily reflecting sales of foreign currency to dampen fluctuations of the Canadian dollar.

The Canadian dollar was subject to heavy selling pressure against the U.S. dollar in the first half of 1984 and again in the first quarter of 1985, on both occasions in the context of rising U.S. interest rates. The Canadian dollar declined from above U.S.$0.80 in January and February 1984 to around U.S.$0.72 by March 1985 — a drop of about 10 per cent. As there was an appreciation with respect to currencies other than the U.S. dollar over this period, the Bank of Canada's weighted index of the exchange value of the Canadian dollar against the currencies of the G-10 countries declined by just over 7 per cent.

L'excédent de 2,6 milliards de dollars de la balance courante et les entrées nettes de capitaux à long terme de 3,4 milliards de dollars ont produit un excédent de 6 milliards de dollars au chapitre de la balance de base. Ces entrées de capitaux ont été particulièrement stimulées par l'augmentation substantielle des achats d'obligations canadiennes existantes par des étrangers et par la diminution des prises de contrôle, par des entreprises canadiennes, de filiales de sociétés étrangères établies au Canada.

En contrepartie de ces entrées de fonds comptabilisées dans la balance de base, on observe des sorties de capitaux à court terme de 1,2 milliard de dollars et un écart statistique résiduel de 5,8 milliards de dollars. Les réserves officielles nettes de change ont enregistré une baisse de 1,1 milliard de dollars, qui reflétait principalement les ventes de devises étrangères effectuées dans le but d'atténuer les fluctuations du cours du dollar canadien.

Au premier semestre de 1984 et de nouveau au premier trimestre de 1985, tandis que les taux d'intérêt étaient à la hausse aux États-Unis, le dollar canadien a été soumis à de fortes pressions à la baisse vis-à-vis du dollar américain. Le cours du dollar canadien est passé de plus de 0,80 dollar É.-U. en janvier et février 1984 à environ 0,72 dollar É.-U. en mars 1985, ce qui représente une baisse d'environ 10 %. Comme le dollar canadien s'est apprécié en même temps par rapport aux autres monnaies étrangères, l'indice pondéré des cours du dollar canadien par rapport aux monnaies des pays du Groupe des Dix, qui est calculé par la Banque du Canada, a quant à lui baissé d'un peu plus de 7 %.

In a somewhat longer-term perspective, the swing of the current account into surplus after 1981 can to a large extent be attributed to the sluggishness of domestic investment spending, which has caused import growth to be lower than it might otherwise be. Price changes in the early 1980s to some extent offset the effect of this development on the current account, as the relative prices of natural resource exports declined from the high levels that had been reached by the start of the decade, and as extreme weakness in overseas currencies against the U.S. dollar caused some reversal of the earlier substantial improvement in Canada's international relative cost position.

Dans une perspective plus large, les soldes excédentaires qu'a commencé à enregistrer la balance des paiements courants après 1981 sont en grande partie attribuables à la faiblesse des dépenses intérieures d'investissement, qui a ralenti la croissance des importations. Les variations des prix au début des années 80 ont en quelque sorte compensé l'incidence que ce phénomène a eue sur la balance courante, vu que les prix relatifs des exportations de ressources naturelles ont diminué par rapport aux niveaux élevés qu'ils avaient atteints au début de la décennie et que la faiblesse extrême affichée par les monnaies d'outre-mer vis-à-vis du dollar américain a entraîné un certain renversement de la forte tendance à l'amélioration des coûts relatifs de production canadiens.

Merchandise trade

The balance on merchandise trade increased by $3 billion in 1984 to reach $20.7 billion. Trade volumes expanded vigorously, with growth in exports of 22 per cent and imports of 18 per cent (Table II). Continued growth in the surpluses on automotive and energy products accounted for most of the increase in the trade balance.*

Among finished goods, automotive exports continued to benefit from strong demand in the United States for vehicles that Canadian plants are equipped to produce, especially larger automobiles and vans. As well, exports of high technology equipment grew very rapidly.

Exports of energy in its various forms also rose significantly. There was a further increase in exports of both light and heavy oil, the latter being relatively little used by Canadian refineries. The increase in petroleum shipments was underpinned by an expanding domestic supply and by more flexible rules for exporting light oil since 1983. A pricing policy more responsive to movements of spot prices in the U.S. market also contributed to the larger U.S. demand for Canadian oil, whose share of U.S. oil imports rose again in 1984. There was also rapid growth in coal exports, partly attributable to output from new mines in Western Canada.

* Developments in automotive and energy trade essentially continue some of the trends described in this Review in June 1984.

La balance commerciale

Le solde de la balance commerciale s'est accru de 3 milliards de dollars en 1984 pour passer à 20,7 milliards. Le volume des échanges a augmenté vigoureusement, les exportations progressant de 22 %, et les importations de 18 % (voir Tableau II). La croissance continue des soldes excédentaires des produits de l'industrie automobile et des produits énergétiques explique en grande partie l'augmentation du solde de la balance commerciale*.

En ce qui concerne les produits finis, les exportations de l'industrie automobile ont continué à croître à la faveur de la forte demande américaine de modèles produits au Canada, en particulier les grosses voitures et les camionnettes. Les exportations d'équipement de haute technicité ont également enregistré une croissance très rapide.

Les exportations des diverses formes d'énergie ont aussi progressé de façon sensible. Les exportations de pétrole léger ont de nouveau augmenté, ainsi que celles de pétrole lourd, que les raffineries canadiennes utilisent relativement peu. L'accroissement des livraisons de pétrole a été favorisé par l'augmentation des capacités de production et par l'assouplissement, à partir de 1983, des règles applicables à l'exportation du pétrole léger. Une politique de fixation des prix qui tient davantage compte des variations des cours au comptant sur le marché américain a aussi contribué à stimuler la demande de pétrole canadien aux États-Unis; on remarquera que la part de notre pétrole dans les importations américaines de pétrole a encore augmenté en 1984. Les exportations de

* L'évolution des échanges au titre des produits de l'industrie automobile et des produits énergétiques constitue pour l'essentiel une continuation des tendances décrites dans la livraison de juin 1984.

Table II
Tableau II

Merchandise trade by major commodities*
Balance commerciale, par grands groupes de produits*

	Value, billions of dollars / Valeur, milliards de dollars			Percentage change / Taux de variation					
				Volume Volume			Price Prix		
	1982 **1982**	1983 **1983**	1984 **1984**	1982 **1982**	1983 **1983**	1984 **1984**	1982 **1982**	1983 **1983**	1984 **1984**
EXPORTS									
Food	11.3	11.6	12.2	10.5	2.9	2.7	−7.5	−0.3	1.9
Energy products	12.5	12.8	14.7	1.6	11.0	14.6	−1.5	−7.6	−0.9
Forest products	11.9	13.1	15.5	−7.1	13.9	7.7	0.4	−0.8	8.5
Other metals and minerals	11.6	11.5	13.6	−10.4	1.4	20.5	−7.8	−2.6	−1.7
Chemicals and fertilizers	4.1	4.4	5.4	−14.4	13.0	20.6	1.8	−4.4	1.0
Automotive products	16.8	21.5	29.4	17.8	21.9	34.4	5.9	4.6	2.1
Other manufactured products	15.3	15.2	19.3	−9.6	−3.0	24.3	10.9	2.0	2.4
Other [1]	0.9	0.8	1.9						
Total exports	84.5	90.8	112.1	−0.7	8.8	22.2	0.8	−1.3	1.0
IMPORTS									
Food	5.7	5.8	6.9	−2.6	1.9	9.9	−4.8	0.3	7.5
Energy products	6.7	5.1	6.1	−21.3	−9.1	18.5	−3.9	−10.5	3.7
Industrial and construction materials	12.9	14.9	17.2	−20.6	23.3	4.5	0.6	−2.3	9.8
Automotive products	14.6	18.7	25.7	−16.0	30.3	30.3	10.7	−1.8	5.3
Machinery and equipment	19.7	20.8	26.4	−17.6	5.2	21.6	5.8	0.5	4.2
Other consumer goods	7.4	8.4	10.2	−7.6	10.8	17.2	3.9	2.3	4.0
Other [1]	−0.4	−0.6	−1.1						
Total imports	66.7	73.1	91.5	−15.3	14.0	18.5	2.2	−3.9	5.6

EXPORTATIONS

Produits alimentaires
Produits énergétiques
Produits de la forêt
Autres métaux et minéraux
Produits chimiques et engrais
Produits de l'industrie automobile
Autres produits manufacturés
Autres [1]

Ensemble des exportations

IMPORTATIONS

Produits alimentaires
Produits énergétiques
Matières industrielles et matériaux de construction
Produits de l'industrie automobile
Outillage et équipement
Autres biens de consommation
Autres [1]

Ensemble des importations

* The commodity groupings in this table correspond to those used in Review Tables J6-J9.
[1] Consists of special transactions and unallocated balance of payments adjustments.

* Les groupes de produits sont ventilés de la même manière que dans les Tableaux J6 à J9 de la Revue.
[1] Comprend les transactions spéciales et les ajustements non répartis propres à la balance des paiements.

Resource-based commodity exports were encouraged by earlier increases in capacity and by associated increases in labour productivity in the mining, metals and forest industries. There was also a need to cover high fixed costs — notably debt charges — through high sales volumes. Profitability in these industries, although increased since 1982, has remained unusually low because prices have not recovered much from the recession levels.

World prices of primary commodities have been held down by various factors, including the expansion of exports from less developed countries (many of which have pressing requirements for foreign exchange to service foreign debt), by high real interest rates, and by shifts in tastes and technology that have reduced raw materials usage. In North America the decline in the price of commodities relative to finished goods (illustrated in Chart II) has been further accentuated by the decline in exchange value of overseas currencies; for example the depreciation of Scandinavian currencies has heightened competitive pressures for forest products.

Les exportations de produits dérivés des ressources naturelles ont été encouragées par l'augmentation des capacités de production réalisée les années précédentes et par l'accroissement concomitant de la productivité du travail dans l'industrie extractive, le secteur de la transformation des métaux et le secteur forestier. En outre, il fallait accroître le volume des ventes pour faire face au niveau élevé des coûts fixes, notamment le service de la dette. Bien que la rentabilité de ces secteurs ait augmenté depuis 1982, elle est restée anormalement basse car les prix n'ont pas beaucoup augmenté par rapport aux niveaux où ils étaient durant la récession.

Les prix mondiaux des matières premières ont été contenus par différents facteurs, notamment : l'expansion des exportations des pays en développement, dont un grand nombre a un besoin pressant de devises étrangères pour assurer le service de la dette extérieure; le niveau élevé des taux d'intérêt réels; les changements de goûts et l'évolution technologique qui ont eu pour effet de réduire l'utilisation des matières premières. En Amérique du Nord, la baisse des prix des matières premières par rapport à

On the import side, the volume of imported machinery and equipment, which embodied an increasing proportion of high technology items, rose by 22 per cent in 1984, to account for a sharply higher proportion of domestic investment outlays. Imports of non-automotive consumer goods also rose much more rapidly than domestic spending, in large part as a result of the increasing competitiveness of overseas suppliers in the Canadian market.

On a current-weighted basis import prices rose by 5.6 per cent, while export prices rose by only 1.0 per cent. This deterioration in the terms of trade was due to the weakness of prices of natural resource products, to the depreciation of the Canadian dollar and to a shift in the composition of trade. Calculated from price indexes with fixed weights the decline in the terms of trade was only 1.3 per cent (Table III).

Pattern of international competitiveness

In consequence mainly of exchange rate movements there have been substantial shifts over recent years in relative international price levels. Ratios of the Canadian GNE deflator to that in other countries, adjusted for exchange rate changes, are presented in Chart II. In the late 1970s these ratios declined to levels that were very low in comparison to the earlier part of the decade. The decline was especially marked vis-à-vis overseas countries, as European and Japanese currencies appreciated sharply against the dollar, but since 1980, as these currencies have dropped in exchange value, there has been a reversal of that decline. In contrast, the ratio of the Canadian price level to that of the United States was lower in 1984 than in 1980 owing to the rise in the U.S. dollar. This strongly divergent trend between the United States and overseas countries since 1980 has had a noticeable impact on the geographical pattern of Canada's international trade.

In Table V customs data are presented showing the breakdown of the merchandise trade balance into geographical and commodity groupings.*

The increase in the trade surplus in 1984 was more than accounted for by the larger bilateral surplus with the United States; Canada's bilateral balance with every other region was smaller. This continued the divergent geographical trend that has been evident since 1980.

The increase in the bilateral surplus with the United States in 1984, as

* The balance of trade on a customs basis is considerably smaller than that on a balance of payments basis because of differences in coverage, valuation and timing. Balance of payments data are usually more appropriate to economic discussions, but the geographical/commodity breakdown is available only from customs data.

ceux des produits finis (voir Graphique II) a été en outre accentuée par la dépréciation des monnaies d'outre-mer. La baisse des cours des monnaies scandinaves par exemple a renforcé les pressions de la concurrence sur le marché des produits de la forêt.

Au chapitre des importations, les achats d'outillage et d'équipement, qui comportent une proportion croissante de biens de haute technicité, ont augmenté en volume de 22 % en 1984 pour constituer une part beaucoup plus grande des dépenses intérieures d'investissement. La croissance des importations de biens de consommation, produits de l'industrie automobile exclus, a également été beaucoup plus rapide que celle de la dépense intérieure, en raison surtout de l'amélioration de la position concurrentielle des fournisseurs d'outre-mer sur le marché canadien.

L'indice des prix des importations calculé avec des pondérations variables a augmenté de 5,6 % tandis que celui des exportations progressait de 1,0 % seulement. Cette détérioration des termes de l'échange tient à la faiblesse des prix des biens dérivés des ressources naturelles, à la dépréciation du dollar canadien et à une modification de la composition des échanges commerciaux. Lorsqu'elle est calculée à partir d'indices de prix à pondérations fixes, la détérioration des termes de l'échange n'est plus que de 1,3 % (voir Tableau III).

La concurrence internationale

Les variations des taux de change ont surtout engendré, ces dernières années, des modifications substantielles des prix relatifs internationaux. Les rapports de l'indice implicite canadien de la DNB à ceux des autres pays, corrigés des variations du change, sont présentés au Graphique II. À la fin des années 70, ces ratios sont descendus à de très bas niveaux comparativement à ceux des premières années de la décennie. Cette diminution a été particulièrement marquée en ce qui concerne le rapport de l'indice canadien aux indices des pays d'outre-mer, vu que les monnaies européennes et le yen japonais se sont appréciés considérablement vis-à-vis du dollar; la situation s'est toutefois inversée depuis 1980, les cours de ces devises ayant chuté. Par contre, le rapport des prix canadiens à ceux des prix américains a été plus bas en 1984 qu'en 1980, à cause de l'appréciation du dollar américain. La tendance très divergente de ces ratios a eu une incidence notable sur le profil géographique des échanges du Canada avec l'étranger.

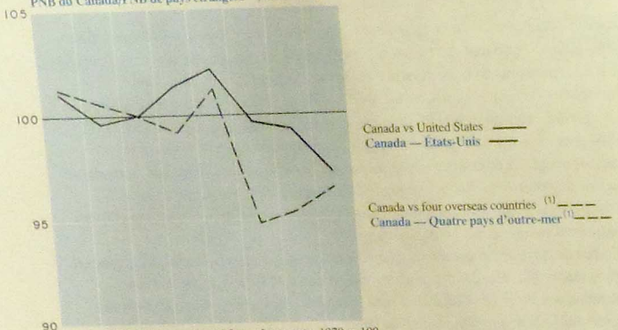
Au Tableau V, les données de la balance commerciale établies sur la base des statistiques douanières sont ventilées par pays ou groupe de pays et par produit.*

L'augmentation de l'excédent de la balance commerciale en 1984 reflète intégralement l'accroissement de l'excédent avec les États-Unis, qui lui a même été supérieur; le solde du Canada vis-à-vis de chacune des autres régions a diminué. La tendance divergente de

* Les chiffres de la balance commerciale sont moins élevés lorsqu'ils sont calculés sur la base des statistiques douanières que lorsqu'ils sont calculés sur la base de la balance des paiements à cause des différences relatives au champ d'observation, à l'évaluation et à la chronologie des transactions. Il est en général préférable d'utiliser les données de la balance des paiements dans les analyses économiques, mais les ventilations par région et par produit n'existent que pour les statistiques douanières.

Chart II
Graphique II Major influences on merchandise trade
Principaux facteurs exerçant une influence sur la balance commerciale

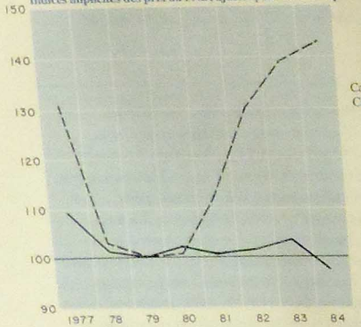
Canadian GNP/foreign GNP [1], 1979 = 100
PNB du Canada/PNB de pays étrangers [1] ; 1979 = 100



Canada vs United States
Canada — États-Unis

Canada vs four overseas countries [3]
Canada — Quatre pays d'outre-mer [3]

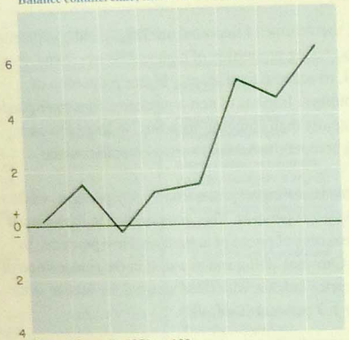
Relative GNP deflators, adjusted for exchange rate, 1979 = 100
Indices implicites des prix du PNB, ajustés pour tenir compte des variations du taux de change ; 1979 = 100



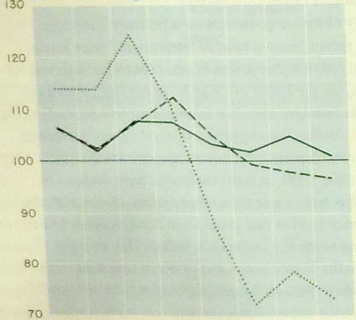
Canada vs four overseas countries
Canada — Quatre pays d'outre-mer

Canada vs United States
Canada — États-Unis

Trade balance in billions of 1971 dollars
Balance commerciale, milliards de dollars de 1971



Terms of trade [2], 1971 = 100
Termes de l'échange [2] ; 1971 = 100



Current weighted
Pondérations courantes

Fixed weighted
Pondérations fixes

U.S. dollar price of commodities relative to finished goods [3]
Prix en dollars É.-U. des matières premières par rapport à ceux des produits finis [3]

[1] Canada's real GNP relative to real GNP/GDP for the U.K., France, Germany and Japan, weighted by trade shares.
[2] Customs basis.
[3] A Canadian-export-weighted index of U.S. dollar commodity prices divided by a wholesale price index of manufactured end products in the United States.

[1] PNB réel du Canada par rapport au PNB/PIB réel du Royaume-Uni, de la France, de l'Allemagne et du Japon ; données pondérées par la proportion des échanges avec chacun de ces pays.
[2] Sur la base de statistiques douanières.
[3] Quotient d'un indice des prix en dollars É.-U. des matières premières (pondéré en fonction des exportations de produits canadiens) par un indice des prix de gros payés aux États-Unis pour les produits finis manufacturés.

Table III
Tableau III Terms of trade
Termes de l'échange

	Indexes 1971=100 / Indices 1971=100						Percentage change / Taux de variation					
	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1980	1981	1982	1983	1984	
	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1980	1981	1982	1983	1984	
Current weights	107.8	107.5	103.4	102.0	104.8	100.3	−0.3	−3.8	−1.4	2.7	−4.3	Pondérations variables
Fixed weights	107.5	112.3	105.1	99.4	97.8	96.7	4.5	−6.4	−5.4	−1.6	−1.1	Pondération fixes
Relative price of commodities in the United States*	124.5	111.0	87.3	72.1	78.4	73.3	−10.8	−21.4	−17.4	8.8	−6.5	Prix relatif des matières premières aux États-Unis*

* A Canadian-export-weighted index of U.S. dollar commodity prices divided by a wholesale price index of manufactured end products in the United States.

* Quotient d'un indice des prix en dollars É.-U. des matières premières (pondéré en fonction des exportations de produits canadiens) par un indice des prix de gros payés aux États-Unis pour les produits finis manufacturés.

Table IV
Tableau IV Current account: Selected balances
Quelques composantes de la balance courante

	Billions of dollars / En milliards de dollars						
	1979	1980	1981	1982	1983	1984	
	1979	1980	1981	1982	1983	1984	
MERCHANDISE TRADE							BALANCE COMMERCIALE
Food, feed, beverages and tobacco	2.6	3.8	4.6	5.6	5.7	5.3	Produits alimentaires, fourrage, boissons et tabac
Energy products	3.3	2.5	2.1	5.7	7.7	8.6	Produits énergétiques
Other materials	12.3	16.1	15.9	14.7	14.2	17.3	Autres matériaux
Automotive products	−3.1	−2.4	−2.3	2.2	2.7	3.7	Produits de l'industrie automobile
Other manufactured end products	−11.7	−12.6	−15.0	−11.7	−14.0	−17.2	Autres produits finis manufacturés
Other [1]	1.0	1.4	2.1	1.3	1.4	3.0	Autres [1]
Total	4.4	8.8	7.3	17.8	17.7	20.7	Total
INVESTMENT INCOME							REVENUS DES PLACEMENTS
Interest	−3.8	−4.1	−5.0	−7.5	−8.4	−9.4	Intérêts
Dividends	−1.5	−1.5	−1.7	−1.6	−0.6	−1.9	Dividendes
Miscellaneous income	−1.3	−1.6	−3.9	−2.6	−2.2	−2.7	Divers
Total	−6.7	−7.2	−10.5	−11.8	−11.2	−13.9	Total
OTHER SERVICES AND TRANSFERS							AUTRES SERVICES ET PAIEMENTS DE TRANSFERT
Travel	−1.1	−1.2	−1.1	−1.3	−2.2	−2.1	Voyages
Freight and shipping	0.3	0.5	0.4	0.6	0.5	0.7	Transport
Other [2]	−1.8	−2.0	−2.2	−2.7	−3.1	−2.8	Autres [2]
Total	−2.6	−2.7	−2.9	−3.4	−4.8	−4.2	Total
TOTAL CURRENT ACCOUNT BALANCE	−4.8	−1.1	−6.1	2.7	1.7	2.6	SOLDE TOTAL DE LA BALANCE COURANTE

[1] Consists of special transactions and unallocated balance of payments adjustments.
[2] Consists of business and government services, and net transfers.

[1] Comprend les transactions spéciales et les ajustements non répartis propres à la balance des paiements.
[2] Comprend les échanges de services auxquels participent les entreprises et le secteur public, ainsi que le montant net des transferts.

in the two preceding years, stemmed from the relatively faster growth of demand in the United States (evidenced in Chart II), especially for goods with a large import component, and the factors in automotive and energy trade noted above. Of the $3.9 billion increase in the surplus on a customs basis (excluding re-exports) in 1984, $3.0 billion came from energy and automotive products.

As regards Canada's trade with countries other than the United States, adverse movements can be observed in the balance on a wide range of products. Particularly noticeable have been the increasing deficits on manufactured end products, which consist of finished consumer goods and machinery and equipment, and the rapid increase in the deficit with newly industrialized Asian countries. The trade balance with the "other" group of countries, which contains OPEC and many less developed countries, has also declined since 1982, but the reduction in Canadian imports of oil from OPEC since 1981 has moderated this decline.

Increased competition from overseas has also been a factor in the decline in the Canadian share of U.S. non-automotive non-energy imports of almost 2 1/2 percentage points since 1980 to 16.7 per cent in 1984 (Table VI).

In 1983 and 1984 the more rapid growth of activity in Canada than in overseas countries also contributed to the decline in Canada's trade balance with those countries. However, as is clear from Chart II, between 1980 and 1984 economic activity in Canada increased more slowly on average than in other major countries owing to the particularly steep Canadian recession in 1982. Thus, by implication the decline in the overseas balance over this longer period would have been primarily due to increased competition from overseas countries.

Services

Net payments for services jumped by $2.3 billion in 1984, the second largest annual increase on record. This was mainly because of a rebound in payments of investment income. Net dividend payments, which had been at an exceptionally low level in 1983, tripled to $1.9 billion in 1984 as corporate earnings continued to rise. Strengthened balance sheets in Canada and the larger funding needs of U.S. parent companies in 1984 (in conjunction with a sharp growth in U.S. investment) favoured the recovery of dividend payouts. Net payments of bond interest increased by over $1 billion as a result of new bond issues in excess of retirements,

l'évolution de ces soldes bilatéraux observée depuis 1980 s'est donc poursuivie.

En 1984, tout comme les deux années précédentes, l'augmentation de l'excédent des échanges avec les États-Unis tenait à la croissance relativement plus rapide de la demande aux États-Unis (comme le montre le Graphique II), particulièrement de la demande de biens contenant une forte proportion d'intrants importés, ainsi qu'à l'évolution, mentionnée précédemment, des secteurs de l'automobile et de l'énergie. Des 3,9 milliards de dollars dont s'est accru l'excédent enregistré en 1984 sur la base des statistiques douanières (réexportations exclues), 3,0 milliards de dollars provenaient de l'augmentation des échanges aux postes de l'automobile et de l'énergie.

Au chapitre des échanges du Canada avec les pays autres que les États-Unis, on observe une évolution défavorable des soldes d'un grand nombre de produits. À cet égard, l'augmentation du déficit des échanges de produits finis manufacturés – qui comprennent les biens de consommation finis, l'outillage et l'équipement – et la hausse rapide du déficit avec les pays asiatiques nouvellement industrialisés ont été particulièrement fortes. Le solde de la balance commerciale avec le groupe des autres pays, qui comprend ceux de l'OPEP et de nombreux pays en développement, a également diminué depuis 1982, mais la réduction à partir de 1981 des importations de pétrole en provenance des pays de l'OPEP a eu pour effet d'atténuer cette baisse.

La concurrence accrue des producteurs d'outre-mer a également influencé le contenu canadien des importations américaines de produits autres que ceux de l'automobile et de l'énergie, lequel a diminué de 2,5 points de pourcentage depuis 1980 pour s'établir à 16,7 % en 1984 (voir Tableau VI).

En 1983 et en 1984, la croissance de l'activité économique, qui a été plus rapide au Canada que dans les pays d'outre-mer, a également contribué à la diminution du solde des échanges commerciaux du Canada avec ces pays. Toutefois, comme le fait ressortir le Graphique II, le rythme de croissance de l'activité économique a été entre 1980 et 1984 en moyenne plus lent au Canada que dans les autres grands pays en raison de la récession particulièrement grave qui a frappé notre pays en 1982. On peut donc déduire de ce qui précède que la baisse du solde des échanges avec les pays d'outre-mer sur cette période serait due principalement à la concurrence accrue de ces derniers.

Les invisibles

En 1984, les paiements nets au titre des services ont fait un bond de 2,3 milliards de dollars, chiffre qui n'a été dépassé jusqu'ici qu'une seule fois. Cette avance remarquable est principalement attribuable à la remontée des paiements au poste des revenus de placements. Les paiements nets de dividendes, qui avaient atteint un niveau exceptionnellement bas en 1983, ont triplé avec l'augmentation continue des bénéfices des sociétés pour atteindre 1,9 milliard de dollars en 1984. La consolidation des

Value, millions of dollars (Customs basis, excluding re-exports)[1]
Valeur, millions de dollars (sur la base de statistiques douanières, sauf pour les réexportations)[1]

	Total Total	Automotive products Produits de l'industrie automobile	Crude oil and natural gas Pétrole brut et gaz naturel	Agricultural and other crude and fabricated materials Produits de l'agriculture et autres matériaux bruts ou fabriqués	Other manufactured end products Autres produits finis manufactures
World					
1980	5,172	−2,685	−36	23,014	−15,121
1981	1,855	−3,018	−1,129	23,975	−17,973
1982	13,969	1,394	2,504	24,193	−14,122
1983	12,546	2,042	4,141	23,489	−17,126
1984	13,701	2,944	4,901	27,006	−21,150
United States					
1980	−1,673	−2,134	5,192	7,481	−12,213
1981	−638	−2,145	5,702	9,565	−13,760
1982	7,982	2,472	6,498	9,798	−10,786
1983	10,424	3,734	6,837	11,077	−11,224
1984	14,346	5,861	7,740	14,057	−13,311
Japan					
1980	1,561	−856	—	3,652	−1,235
1981	441	−1,483	—	3,633	−1,709
1982	1,042	−1,324	—	3,778	−1,413
1983	319	−1,572	45	3,884	−2,038
1984	−82	−1,949	16	4,687	−2,836
EEC					
1980	2,736	−470	−70	4,827	−1,551
1981	1,398	−332	−407	3,976	−1,840
1982	904	−358	−353	3,133	−1,518
1983	44	−346	−200	2,451	−1,861
1984	−1,451	−580	−501	2,153	−2,525
Asian newly industrialized countries[2]					
1980	−547	−2	—	577	−1,122
1981	−1,179	−5	—	412	−1,585
1982	−913	1	—	604	−1,518
1983	−1,462	−12	—	590	−2,040
1984	−2,086	−165e	—	724	−2,645
All other countries					
1980	3,095	776	−5,159	6,478	1,000
1981	1,833	948	−6,424	6,389	920
1982	4,956	604	−3,641	6,881	1,113
1983	3,220	238	−2,541	5,487	37
1984	2,974	223	−2,354	5,385	167

Monde	
1980	
1981	
1982	
1983	
1984	
États-Unis	
1980	
1981	
1982	
1983	
1984	
Japon	
1980	
1981	
1982	
1983	
1984	
CEE	
1980	
1981	
1982	
1983	
1984	
Pays d'Asie nouvellement industrialisés[2]	
1980	
1981	
1982	
1983	
1984	
Ensemble des autres pays	
1980	
1981	
1982	
1983	
1984	

[1] Customs data differ from balance of payments data in coverage, valuation and timing. Data as of April 1985.
[2] Comprises South Korea, Taiwan, Hong Kong and Singapore.

[1] Les données des douanes diffèrent de celles de la balance des paiements en ce qui en trait au champ d'observation, à l'évaluation et à la chronologie des transactions. Les données datent d'avril 1984.
[2] Comprend la Corée du Sud, Taïwan, Hong Kong et Singapour.

Table VI
Tableau VI

Canadian share of U.S. imports: U.S. customs data
Proportion de produits canadiens dans les importations américaines, statistiques douanières américaines

Per cent / En pourcentage

	1979 / 1979	1980 / 1980	1981 / 1981	1982 / 1982	1983 / 1983	1984 / 1984	
Total	17.82	16.61	17.13	18.36	19.47	19.61	Total
Total excluding petroleum, natural gas and automotive products	19.13	18.87	18.72	17.50	17.28	16.66	Total, sauf pétrole, gaz naturel et produits de l'industrie automobile

Table VII
Tableau VII

Capital account
Balance des capitaux

Millions of dollars / En millions de dollars

	1979 / 1979	1980 / 1980	1981 / 1981	1982 / 1982	1983 / 1983	1984 / 1984	1983 / 1983 I	1983 / 1983 II	1984 / 1984 I	1984 / 1984 II	
LONG-TERM CAPITAL											CAPITAUX À LONG TERME
Direct investment											Investissements directs
In Canada	750	800	−4,400	−900	200	2,380	225	−25	1,300	1,080	Au Canada
Abroad	−2,550	−3,150	−6,900	−950	−2,700	−4,025	−1,185	−1,515	−1,475	−2,550	À l'étranger
Canadian bonds											Obligations canadiennes
Gross new issues	5,124	5,017	13,589	16,196	9,548	9,250	5,297	4,251	4,995	4,255	Émissions brutes
Retirements	−2,108	−2,502	−3,228	−4,363	−5,042	−4,759	−2,976	−2,067	−2,609	−2,150	Remboursements
Trade in outstanding issues	476	1,071	1,254	−117	535	3,488	223	313	1,244	2,243	Opérations sur titres en circulation
Canadian stocks											Actions des sociétés canadiennes
Net transactions	521	1,485	−635	−319	912	164	254	658	125	39	Opérations nettes
Foreign securities											Titres étrangers
Net transactions	−581	−182	−67	−543	−1,198	−1,900	−837	−362	−746	−1,154	Opérations nettes
Export credits	−877	−1,186	−847	−2,239	261	−1,334	744	−482	−682	−652	Crédits à l'exportation
Other long-term	1,356	−241	1,387	1,318	−206	89	−9	−198	−30	119	Autres opérations à long terme
Total	2,112	1,112	153	8,084	2,310	3,352	1,737	573	2,121	1,231	Total
SHORT-TERM CAPITAL											CAPITAUX À COURT TERME
Chartered banks net foreign currency position with non-residents	4,106	1,311	17,400	−3,700	1,552	746	2,202	−649	606	140	Banques à charte : position nette en devises vis-à-vis des non-résidents
Non-bank holdings of short-term funds abroad	72	−489	−6,829	−3,118	958	−2,244	−1,015	1,973	−4,289	2,045	Secteur non bancaire : avoirs à court terme à l'étranger
Non-resident holdings of Canadian liquid assets	1,238	1,229	3,234	−1,518	1,364	2,268	429	934	2,606	−338	Avoirs liquides en dollars canadiens des non-résidents
Other short-term	1,633	−2,222	2,574	−1,306	−1,755	−1,990	−987	−769	−1,314	−677	Autres placements à court terme
Total	7,049	−171	16,379	−9,642	2,119	−1,220	629	1,489	−2,391	1,170	Total
TOTAL CAPITAL MOVEMENTS	9,161	941	16,532	−1,558	4,429	2,132	2,366	2,062	−270	2,401	ENSEMBLE DES MOUVEMENTS DE CAPITAUX
MEMO											MEMO :
Statistical discrepancy	−2,630	−1,323	−9,253	−1,802	−5,566	−5,773	−2,202	−3,364	−1,415	−4,357	Écart statistique
Net official monetary movements	1,908	−1,280	1,425	−695	548	−1,089	755	−206	−2,799	1,711	Variation nette des réserves monétaires officielles

higher average coupon rates on new issues than on maturing bonds, and the depreciation of the Canadian dollar vis-à-vis the U.S. dollar. Miscellaneous income payments, which are largely short-term interest payments, also registered a net increase in the year.

The deficit on travel declined slightly from the 1983 level of $2.2 billion. A contraction of the deficit with the United States offset an increase with other countries, a pattern consistent with weaker income growth and lower exchange values for the overseas economies in comparison with North America.

Capital flows

One highlight of the capital account was the $3 1/2 billion net inflow from purchases of outstanding Canadian bonds by non-residents, a sevenfold increase from 1983. Japanese institutional investors took a significant share of these bonds, in the wake of financial deregulation which allowed them more freedom to invest in foreign assets. In Canada, as in most other countries, interest rates are considerably higher than in Japan. Also, Japanese investors probably felt that Canadian bonds presented an opportunity for diversification of exchange risk, given their large holdings of U.S. bonds.

Events in the long-term capital account that tended to reduce the net inflow were a resumption of net export credit extensions following net repayments in 1983, a substantial increase in purchases of foreign bonds, mainly U.S. Government bonds, by Canadian investors, and a steep decline in new equity issues abroad from a historical peak. Net direct investment in Canada was higher mainly because of a drop in repatriations of foreign-owned assets in Canada, but this was partly offset by larger Canadian direct investment abroad. However, on the strength of the foreign buying of Canadian bonds, the net entry of long-term capital increased by over $1 billion to $3.4 billion.

Short-term capital movements swung from a moderate net inflow in 1983 to a moderate net outflow in 1984. A large part of the outflow arose from increases in non-bank holdings of liquid assets abroad in the first half of the year when the differentials between Canadian and U.S. interest rates were quite narrow and the Canadian dollar was depreciating against the U.S. dollar. There were, however, sizeable purchases of Government of Canada treasury bills by non-residents, encouraged by the attractive covered yield spread on such instruments.

Official sales of foreign currency from the Exchange Fund Account

situations financières des entreprises au Canada et les besoins accrus de financement des sociétés-mères aux États-Unis en 1984 (associés à une forte croissance des investissements américains) ont favorisé la remontée des paiements de dividendes. Les paiements nets d'intérêts afférents aux émissions d'obligations ont enregistré une augmentation de plus de 1 milliard de dollars imputable à l'accroissement net des émissions de nouvelles obligations, à la dépréciation du dollar canadien vis-à-vis du dollar É.U. et au fait que les taux moyens des nouvelles émissions ont été supérieurs à ceux des émissions arrivant à échéance. Les paiements de revenus divers, qui sont constitués en grande partie de paiements d'intérêts à court terme, ont aussi augmenté en termes nets au cours de l'année.

Le déficit au poste des voyages, qui avait atteint 2,2 milliards de dollars en 1983, a légèrement diminué pendant l'année. La réduction du déficit avec les États-Unis a compensé l'accroissement enregistré avec l'ensemble des autres pays, situation classique due au fait que la croissance des revenus a été plus faible dans les économies d'outre-mer qu'en Amérique du Nord, et le niveau des valeurs de change plus bas.

Les flux de capitaux

Un des traits saillants de l'évolution de la balance des capitaux en 1984 a été l'entrée nette de 3,5 milliards de dollars, qui a résulté des achats d'obligations canadiennes en circulation par des non-résidents, soit un montant sept fois plus élevé que celui de 1983. Les investisseurs institutionnels japonais ont acheté une part appréciable de ces obligations par suite de la déréglementation financière qui leur a accordé une plus grande liberté dans les achats d'actifs étrangers. Au Canada, comme dans la plupart des autres pays, les taux d'intérêt sont beaucoup plus élevés qu'au Japon. De même, on peut penser que les investisseurs japonais ont vu dans l'achat d'obligations canadiennes une occasion de se prémunir contre certains risques de change en diversifiant leurs avoirs, vu qu'ils possédaient déjà de fortes quantités d'obligations américaines.

La balance des capitaux à long terme a été affectée par certains phénomènes qui ont eu tendance à réduire les entrées nettes, à savoir les octrois nets de crédits à l'exportation après les remboursements nets enregistrés en 1983, l'augmentation marquée des achats d'obligations étrangères, surtout de titres du gouvernement américain par les investisseurs canadiens, et la dégringolade des émissions d'actions à l'étranger par rapport au sommet auquel elles se situaient. Le montant net des investissements directs au Canada a augmenté en raison principalement d'une diminution marquée du volume des rapatriements d'avoirs détenus par des étrangers, mais cela a été en partie compensé par un accroissement des investissements directs des Canadiens à l'étranger. Toutefois, la vigueur des achats d'obligations canadiennes par des non-résidents a fait que les entrées nettes de capitaux à long terme se sont accrues de plus de 1 milliard de dollars pour atteindre les 3,4 milliards de dollars.

were approximately equal to the net non-official purchases of short-term assets. Thus, the combined surplus on current account and long-term capital account had as a counterpart in the balance of payments a large residual statistical discrepancy. The discrepancy in 1984 of −$5.8 billion was almost the same as in 1983.

Domestic savings and investment

The earlier description of balance of payments developments focused on some of the more important changes in cyclical positions, relative prices and special factors that influenced Canada's exports and imports in 1984, with the change in the balance of trade in goods and services in the year viewed as simply the difference between the change in exports and the change in imports. However, another way of looking at the movement in the trade balance is to start with the identity that net exports* are equal to the difference between domestic savings and investment. Insights into basic causes of longer-term trends in the current account can often be obtained from this perspective.

Canada has had a current account surplus for each of the last three years. This corresponds to a surplus of domestic savings over investment and hence to a net export of savings. In Chart III some data are presented on the components of gross savings and investment in Canada as a percentage of GNE. The deficit of the government sector** represents a demand on domestic savings and therefore can be subtracted from private sector savings to obtain the overall national savings ratio. It can be seen that the increase in net exports of goods and services after 1981 coincided with a sharp fall in the investment ratio from its high 1981 level and a smaller decline in the savings ratio. Both ratios have shown some rise since 1982, but nevertheless remain below historical averages, indicating that the swing towards surplus in the current account is accounted for by the deceleration of investment outlays, not by increased savings.

Investment in Canada has been unusually low for a variety of reasons, including the shock of the 1982 recession and subsequent uncertainty about future growth of demand, continued excess capacity, high real interest rates and efforts to strengthen corporate balance sheets by

* Net exports are equal to the balance on goods and services plus current transfers. Alternatively, they equal the balance on current account less capital transfers.

** Defined to include municipal, provincial and federal governments.

La balance des capitaux à court terme qui affichait un léger excédent en 1983 s'est soldée par un faible déficit en 1984. Une large part des sorties de capitaux a résulté de l'augmentation des avoirs liquides détenus à l'étranger par des établissements non bancaires; cette augmentation s'est produite au premier semestre de l'année, à un moment où l'écart entre les taux canadiens et américains était assez mince et où le dollar canadien se dépréciait par rapport au dollar américain. Toutefois, des montants considérables de bons du Trésor canadiens ont été achetés par des non-résidents attirés par l'écart positif des taux de rendement de ces titres, risques de change couverts.

Le montant des ventes officielles de monnaies étrangères par le Fonds des changes a été à peu près égal au chiffre net des achats non officiels d'actifs à court terme. Ainsi, l'excédent combiné de la balance courante et de la balance des capitaux à long terme a eu pour contrepartie dans la balance des paiements un écart statistique résiduel de −5,8 milliards en 1984. Ce chiffre a peu changé par rapport à l'année précédente.

L'épargne et l'investissement au Canada

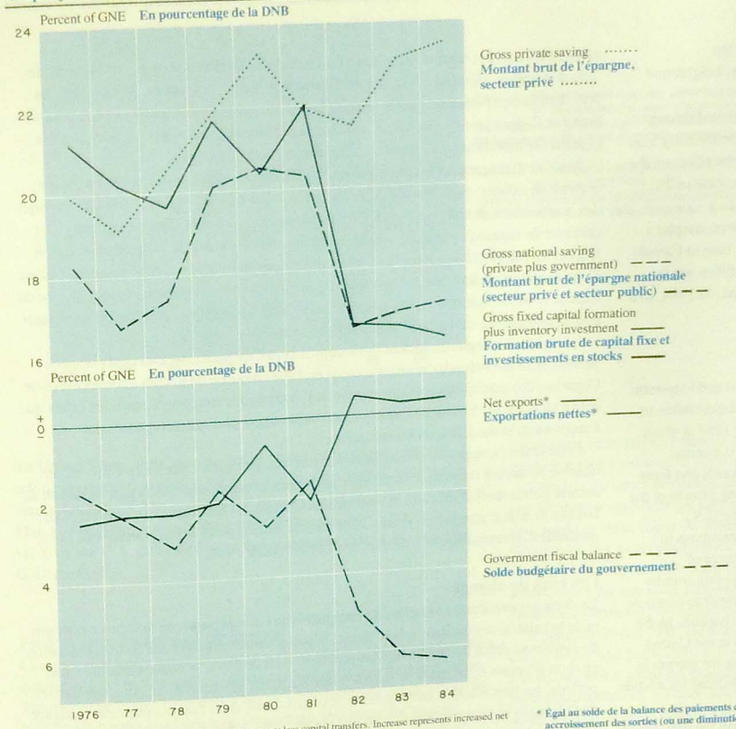
La description de l'évolution de la balance des paiements a porté jusqu'ici sur certaines des modifications les plus importantes des situations conjoncturelles, des prix relatifs et des facteurs spéciaux qui ont influencé les exportations et les importations canadiennes en 1984, et les variations des échanges au titre des biens et des services qui se sont produites au cours de l'année ont été présentées simplement comme la différence entre la variation des exportations et celle des importations. Toutefois, on peut aussi étudier les variations du solde de la balance commerciale en partant du principe que le montant net des exportations* est égal à la différence entre l'épargne et l'investissement au Canada. Il est souvent possible de mieux saisir les causes fondamentales des tendances à long terme de la balance courante en procédant de cette façon.

Le Canada a enregistré un excédent au titre des paiements courants au cours de chacune des trois dernières années. Cela correspond à un excédent de l'épargne sur l'investissement au Canada et par conséquent à une exportation nette d'épargne. Le Graphique III présente quelques données sur les composantes de l'épargne et de l'investissement bruts au Canada, lesquelles sont exprimées en pourcentage de la DNB. Le déficit du secteur public** constitue une demande d'épargne intérieure de sorte qu'on peut le soustraire de l'épargne du secteur privé pour obtenir le ratio global d'épargne nationale. On peut constater que l'accroissement net des exportations de biens et de services enregistré après 1981 a coïncidé avec une baisse sensible du ratio des

* Le montant net des exportations est égal à la somme du solde des échanges au titre des biens et services et du solde des transferts courants. Il est aussi égal à la différence entre le solde de la balance courante et les transferts de capitaux.

** Comprend le gouvernement fédéral, les provinces et les municipalités.

Chart III Gross investment and savings
Graphique III Montant brut de l'investissement et de l'épargne



* Equal to current account in the balance of payments less capital transfers. Increase represents increased net outflow (reduced net inflow) of savings.

* Égal au solde de la balance des paiements courants moins les transfers de capitaux. Une augmentation traduit un accroissement des sorties (ou une diminution des entrées) nettes de fonds épargnés.

reducing debt. As described above, market conditions in the resource-based sectors, which are highly capital intensive, heightened these pressures.

Private sector savings as a proportion of GNE have increased through this period to reach record high levels in 1984, owing to persistently high personal savings and a recovery of business savings, but the effect on the national savings ratio has been more than offset by the increase in the government deficit.

There is an interesting contrast in the United States where, despite a smaller government sector deficit as a percentage of GNE than in Canada, there has been a substantial current account deficit. The difference is attributable to a lower savings rate in the private sector and, in 1984, to a surge in U.S. investment demand.

Exchange rates

In spite of the substantial surplus in the balance on current and long-term capital accounts, the Canadian dollar underwent a large depreciation in 1984 and early 1985. The exchange rate opened the year 1984 at about U.S.$0.80 and from March to July depreciated by 4 1/2 U.S.cents. Through this period U.S. interest rates were moving upwards and fears that this trend might not soon be reversed, given the strong growth of the U.S. economy and the large financing requirements of the U.S. government, played an important role. Even though interest rates in Canada moved upward broadly in line, the relative weakness of investment and other components of aggregate demand in this country raised concerns in exchange markets that it might be difficult to continue to match any further rise in U.S. interest rates, were it to happen. In the second half of the year though, as interest rates declined in the United States and as news led to reassessments about the outlook for growth in the United States, the Canadian dollar exchange rate stabilized for a while at about U.S.$0.76.

The decline in exchange value of the Canadian dollar in the first half of 1984 was not confined to the U.S. dollar. The Bank of Canada index of the Canadian dollar vis-à-vis the currencies of the G-10 countries fell by 5 per cent between January and July, about the same as the depreciation with respect to the U.S. dollar alone. As the U.S. dollar appreciated strongly through the rest of 1984 the Canadian dollar rose in value against overseas currencies.

Starting in February 1985, again in the context of rising interest rates in the United States, the Canadian dollar came under renewed intense selling pressure, first against the U.S. dollar, then against other major currencies as well. The currency fell below U.S.$0.72 in the first week of March. The depreciation in these two months was over 5 per cent vis-à-vis the U.S. dollar and more than 4 per cent against the weighted G-10 currencies.

* * *

First quarter balance of payments

Canada's seasonally adjusted current account surplus narrowed in the first quarter of 1985 to $2.6 billion, about one half of its fourth quarter value. This stemmed from a reduction in the merchandise trade balance from its high fourth quarter level to a level that nonetheless remained slightly higher than the average for 1984 as a whole. Growth in the volume of imports, which was concentrated in automotive products, was 4 per cent in the quarter compared with only 0.9 per cent for exports. The current-weighted terms of trade rose by 1.6 per cent but this was entirely as a result of weight shifts, which in turn were related to much larger net exports of energy materials. The fixed-weighted terms of trade continued to be depressed by weak commodity prices. The deficit on services expanded by $1.1 billion mostly on account of higher net interest investissements par rapport au sommet de 1981 et une diminution moins importante du ratio d'épargne. Même si ces deux ratios ont connu une légère hausse depuis 1982, ils sont demeurés au-dessous des niveaux moyens enregistrés dans le passé, ce qui indique bien que l'apparition de l'excédent de la balance courante est due à la décélération des dépenses d'investissement, non à un accroissement de l'épargne.

Les investissements ont été exceptionnellement faibles au Canada en 1984 pour bon nombre de raisons, notamment le choc de la récession de 1982 et les incertitudes au sujet des perspectives de croissance de la demande que ce choc a suscitées, l'existence continue de capacités excédentaires dans l'économie, le niveau élevé des taux d'intérêt réels et les efforts déployés par les sociétés pour consolider leur situation financière grâce à une réduction de leur dette. Comme on l'a mentionné précédemment, la conjoncture du marché dans les industries d'exploitation des richesses naturelles, qui forment un secteur à forte intensité de capital, a renforcé ces pressions.

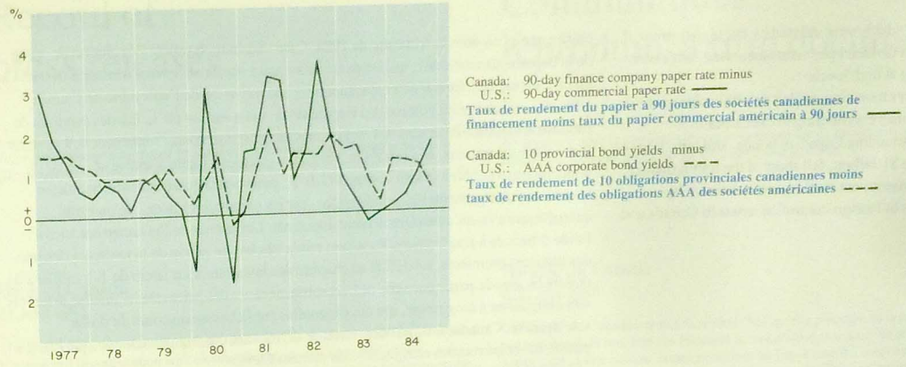
La part de l'épargne du secteur privé dans la DNB s'est accrue tout au cours de cette période pour atteindre des niveaux records en 1984 en raison du niveau toujours élevé de l'épargne des particuliers et d'une reprise de l'épargne des entreprises, mais les effets que cela a pu avoir sur le ratio de l'épargne nationale ont été plus que compensés par l'augmentation du déficit du secteur public.

Cette nouvelle approche fait ressortir un contraste intéressant aux États-Unis, où on observe un déficit substantiel au titre des paiements courants bien que la part du déficit du secteur public dans la DNB soit moindre qu'au Canada. La différence est attribuable au fait que le taux d'épargne est moins élevé dans le secteur privé et à la poussée que la demande d'investissements a connue aux États-Unis en 1984.

Les taux de change

En dépit des excédents considérables enregistrés aux divers postes de la balance courante et de la balance des capitaux à long terme, le dollar canadien a subi une forte dépréciation en 1984 et au début de 1985. Dans les premiers jours de 1984, le dollar canadien valait environ 80 cents É.-U., mais de mars à juillet il a perdu 4,5 cents É.-U. Au cours de cette période, les taux d'intérêt ont augmenté aux États-Unis, et les craintes que cette tendance ne puisse pas se renverser dans un proche avenir, étant donné la forte croissance de l'économie américaine et les importants besoins de financement du gouvernement américain, ont alors joué un rôle important. Même si les taux d'intérêt au Canada ont en gros suivi la tendance à la hausse des taux américains, la faiblesse relative des investissements et des autres composantes de la demande globale dans notre pays ont suscité sur les marchés des changes la crainte que les taux d'intérêt canadiens ne puissent continuer d'augmenter dans le sillage des taux américains. Au second semestre de l'année, cependant, tandis que les taux d'intérêt baissaient aux États-Unis et que les données disponibles permettaient de réévaluer les perspectives de croissance de

Chart IV Canada-U.S. interest rate differentials
Graphique IV Ecart entre les taux d'intérêt canadiens et américains



l'économie de ce pays, le taux de change du dollar canadien s'est maintenu pendant quelque temps à environ 76 cents É.-U.

La baisse du cours du change du dollar canadien au premier semestre de 1984 ne s'est pas produite uniquement par rapport au dollar américain. L'indice – établi par la Banque du Canada – de la valeur du dollar canadien par rapport aux monnaies des pays du Groupe des Dix a enregistré un recul de 5 % entre janvier et juillet, ce qui est à peu près semblable à la dépréciation subie par rapport au seul dollar américain. Comme la devise américaine s'est appréciée fortement pendant le reste de l'année 1984, le cours du dollar canadien a augmenté par rapport à celui des monnaies d'outre-mer.

À partir de février 1985, dans une conjoncture marquée de nouveau par une hausse des taux d'intérêt aux États-Unis, le dollar canadien a encore fait l'objet d'intenses pressions à la baisse, tout d'abord par rapport au dollar É.-U., puis par rapport aux autres principales monnaies. Le taux de change par rapport au dollar américain est tombé au-dessous de 72 cents durant la première semaine de mars. Sur cette période de deux mois, la dépréciation a été de plus de 5 % par rapport au dollar américain et de plus de 4 % par rapport à l'ensemble des monnaies du Groupe des Dix.

* * *

La situation de la balance des paiements au premier trimestre

L'excédent désaisonnalisé des paiements courants au Canada s'est amenuisé au premier trimestre de 1985 pour s'établir à 2,6 milliards de dollars, soit à environ la moitié du

payments on long-term bonds which were inflated by the higher price of the U.S. dollar in Canada. Net dividend payments increased, with both payments and receipts running at high levels.

Net long-term capital inflows more than tripled to $700 million in the first quarter, with most categories contributing to the increase. Non-resident purchases of outstanding Canadian bonds, still very large by historical standards at close to $1 billion, fell short of the fourth quarter record level. Also net direct investment outflows were boosted by substantial resident purchases of foreign-controlled assets in Canada and abroad.

chiffre atteint au dernier trimestre de 1984. Cette diminution reflète l'évolution du solde de la balance commerciale, qui est passé du sommet atteint au dernier trimestre de 1984 à un niveau tout de même légèrement supérieur à la moyenne de l'ensemble de l'année 1984. La croissance du volume des importations, qui a surtout été le fait des produits de l'industrie automobile, a atteint 4 % au cours du trimestre, contre seulement 0,9 % dans le cas des exportations. Les termes de l'échange calculés à l'aide d'indices à pondérations variables se sont accrus de 1,6 %, mais cette hausse était attribuable en totalité aux changements des pondérations, car les exportations nettes de produits énergétiques avaient considérablement augmenté. Les termes de l'échange calculés à l'aide d'indices à pondérations fixes sont restés très bas en raison de la faiblesse des prix des matières premières. Le déficit au chapitre des invisibles s'est accru de 1,1 milliard de dollars en grande partie par suite de l'accroissement net des paiements d'intérêts afférents aux obligations à long terme, qui ont été gonflés par la hausse du cours du dollar américain au Canada. Les paiements nets de dividendes ont augmenté tandis que les paiements et les recettes atteignaient des niveaux élevés.

Les entrées nettes de capitaux à long terme ont plus que triplé au cours de ce trimestre pour totaliser 700 millions de dollars, et la plupart des composantes de ce poste ont contribué à cette augmentation. Les achats de 1 milliard de dollars d'obligations canadiennes en circulation, qui étaient déjà très considérables compte tenu des chiffres antérieurs, ont baissé par rapport au niveau record du dernier trimestre de 1984. De même, les sorties nettes de fonds résultant d'investissements directs se sont accrues par suite des achats considérables par des résidents d'avoirs étrangers détenus au Canada et ailleurs.

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
21 June 1985

The Bank of Canada announced today that with the concurrence of the Minister of Finance and in cooperation with eleven other monetary authorities it is participating for Canada in an arrangement to provide short-term financing to the Banco Central de la Republica Argentina. Canada's share in the total short-term credit facility of U.S.$483 million is U.S.$20 million. This arrangement is related to the economic adjustment program recently undertaken by Argentina in cooperation with the International Monetary Fund. Repayment of the credit is expected to be made from financial resources to be made available by the International Monetary Fund under the terms of stand-by facility negotiated with the Republic of Argentina.

Department of Finance
9 July 1985

Canada to raise funds in the U.S. capital market

The Honourable Michael Wilson, Minister of Finance, today announced a public offering of U.S. $900 million of Government of Canada bonds in the United States capital market. The offering is being underwritten by an international group headed by Salomon Brothers Inc., Morgan Stanley & Co. Incorporated, Dominion Securities Pitfield Inc. and Wood Gundy Corp.

This issue consists of two maturities to be dated July 15, 1985, as follows:

U.S. $450 million 9.25 per cent 4 year bonds due July 15, 1989 at a price of 99.54 per cent to yield about 9.39 per cent to maturity;
U.S. $450 million 10.125 per cent 10 year bonds due July 15, 1995 at a price of 99.593 per cent to yield 10.19 per cent to maturity.

In making this announcement, Mr. Wilson noted that the proceeds of the offering are expected to be received by Canada on July 23, 1985, and will be added to Canada's official holdings of international reserves.

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 21 juin 1985

La Banque du Canada a annoncé aujourd'hui qu'elle participe au nom du Canada, avec le consentement du ministre des Finances et en collaboration avec les autorités monétaires de onze autres pays, à une entente visant à octroyer un financement à court terme à la Banco Central de la Republica Argentina. La part du Canada dans cette facilité d'un montant total de 483 millions de dollars É.-U. est de 20 millions de dollars É.-U. Cette entente est liée au programme de redressement économique que l'Argentine a commencé à mettre en place ces derniers temps avec la collaboration du Fonds monétaire international. On prévoit que le remboursement de ce prêt s'effectuera avec les ressources financières que le FMI doit mettre à la disposition de l'Argentine conformément aux modalités d'une ligne de crédit négociée avec ce pays.

Ministère des Finances
le 9 juillet 1985

Le Canada aura recours au marché américain des capitaux

Le ministre des Finances, l'honorable Michael Wilson, a annoncé aujourd'hui le lancement d'une offre publique de É.-U. $900 millions d'obligations du gouvernement du Canada dans le marché américain des capitaux. L'offre est souscrite par un consortium international dirigé par les firmes de Salomon Brothers Inc., Morgan Stanley & Cie Inc., Dominion Securities Pitfield Inc. et Société Wood Gundy.

Cette émission consiste de deux échéances datées du 15 juillet 1985 comme suit :

É.-U. $450 millions d'obligations 9.25 pour cent à 4 ans échéant le 15 juillet 1989 au prix de 99.54 pour cent et rapportant environ 9.39 pour cent à l'échéance;
É.-U. $450 millions d'obligations 10.125 pour cent à 10 ans échéant le 15 juillet 1995 au prix de 99.593 pour cent et rapportant environ 10.19 pour cent à l'échéance.

En faisant cette annonce, M. Wilson a précisé que le Canada comptait recevoir le produit de cette offre le 23 juillet 1985 et que ce montant serait ajouté aux réserves officielles de liquidités internationales du Canada.

Bank of Canada Review

Revue de la Banque du Canada

August 1985

3 Statement by Gerald K. Bouey before the House of Commons Standing Committee on Finance, Trade and Economic Affairs

9 The Canadian financial network: Where the Bank of Canada fits in. Remarks by John W. Crow, Senior Deputy Governor

15 Studies undertaken for the Royal Commission on the Economic Union and Development Prospects for Canada

Charts and statistics

S1 INDEX TO CHARTS
S16 INDEX TO STATISTICAL TABLES
S20 Major financial and economic indicators
S26 Bank of Canada
S30 Chartered banks
S60 Other financial institutions
S78 Financial aggregates
S82 Financial markets
S95 Government of Canada securities markets
S113 General economic statistics
S129 Foreign exchange market and reserves
S133 Balance of payments and external trade
S150 Notes to the tables
S157 Articles and speeches: August 1984 to July 1985
S161 SUBJECT INDEX

This Review is published monthly under the direction of an Editorial Board and responsibility for the editorial content rests with this Board.

Members of the Editorial Board:
Gordon Thiessen, Chairman
Gene Fleet, Editor
William Alexander
Jacques Bussières
Charles Freedman
Paul Jenkins
Tim Noël
Vaughn O'Regan
Donald Stephenson
William White

Août 1985

3 Déclaration préliminaire faite par M. Gerald K. Bouey devant le Comité permanent des finances, du commerce et des questions économiques de la Chambre des communes

9 La place de la Banque du Canada dans le réseau financier canadien. Allocution prononcée par M. John W. Crow, Premier sous-gouverneur

15 Études effectuées à la demande de la Commission royale sur l'union économique et les perspectives de développement du Canada

Graphiques et tableaux statistiques

S1 LISTE DES GRAPHIQUES
S16 LISTE DES TABLEAUX STATISTIQUES
S20 Principaux indicateurs financiers et économiques
S26 Banque du Canada
S30 Banques à charte
S60 Autres institutions financières
S78 Agrégats financiers
S82 Marchés financiers
S95 Marchés des titres du gouvernement du Canada
S113 Statistiques économiques diverses
S129 Marché des changes et réserves de change
S133 Balance des paiements et commerce extérieur
S150 Notes relatives aux tableaux
S157 Articles et discours : D'août 1984 à juillet 1985
S161 INDEX DES SUJETS

Cette Revue est publiée mensuellement sous la direction d'un Comité de rédaction, auquel incombe la responsabilité des pages de rédaction.

Membres du Comité de rédaction :
Gordon Thiessen, Président
Gene Fleet, directrice de la rédaction
William Alexander
Jacques Bussières
Charles Freedman
Paul Jenkins
Tim Noël
Vaughn O'Regan
Donald Stephenson
William White

Cover:

New Zealand: One dollar 1969

To commemorate the bicentenary of Captain James Cook's voyage around New Zealand, the New Zealand government had a dollar coin struck in 1969.

Cook, regarded by many as the greatest of English naval explorers, was born in October 1728 in Yorkshire, England, the son of a farm labourer. After some experience at sea, he joined the Royal Navy in 1755 as an able seaman. In 1768 he was commissioned a Lieutenant and was placed in command of the *Endeavour* which sailed for Tahiti with several scientists, sent to observe the transit of Venus. During this three-year voyage Cook spent six months in 1769 sailing and charting fairly accurately the islands of New Zealand. In all, Cook made three voyages of exploration mostly in the South and Central Pacific. He is credited with discovering New Caledonia, Norfolk, Aitutaki and several other islands. On his third and final voyage, which started on 25 June 1776, he sailed to Tasmania, New Zealand, Tonga, and rediscovered the Hawaiian or Sandwich Islands in February 1778. He went on to survey the Bering Straits and beyond in search of a northwest passage. After exploring much of the west coast of Canada and the Aleutians, he again set sail for Hawaii. There, he was murdered by the natives on 14 February 1779.

The coin features the map of New Zealand on which his 1769 route is shown. The map is flanked by a portrait of Cook on the left and the *Endeavour* on the right. The initials J.B., the signature of James Berry, the artist, appear below the waves on the right. The coin, which is slightly larger than a Canadian silver dollar, was struck in copper-nickel by the Royal Australian Mint. It is part of the National Currency Collection, Bank of Canada. Photography by James Zagon, Ottawa.

Couverture :

Nouvelle-Zélande : pièce de un dollar de 1969

En 1969, pour commémorer le bicentenaire du voyage que le capitaine James Cook effectua le long des côtes de la Nouvelle-Zélande, le gouvernement de ce pays fit frapper une pièce de un dollar.

Cook, que beaucoup considèrent comme le plus grand navigateur anglais, naquit en octobre 1728, dans le Yorkshire. Fils d'un ouvrier agricole, Cook commença par travailler à bord d'un bateau puis, en 1755, s'engagea dans la marine royale comme matelot de deuxième classe. En 1768, il fut promu lieutenant de vaisseau et partit, avec le *Endeavour*, pour Tahiti à la tête d'une expédition scientifique chargée d'observer le passage de Vénus sur le soleil. Ce voyage dura trois ans, et Cook consacra la moitié de l'année 1769 à explorer les îles de Nouvelle-Zélande, dont il dressa des cartes assez précises. Ce grand navigateur effectua en tout trois voyages au cours desquels il explora essentiellement les régions australe et centrale du Pacifique. On lui attribue la découverte de la Nouvelle-Calédonie, des îles Norfolk, Aitutaki et de plusieurs autres. En entreprenant le 25 juin 1776 son troisième et dernier voyage, Cook mit le cap sur la Tasmanie, puis visita la Nouvelle-Zélande et les îles Tonga, en février 1778, il redécouvrait les îles Hawaii ou Sandwich. Il se rendit par la suite au détroit de Béring qu'il franchit à la recherche du passage du Nord-Ouest. Après avoir longé une bonne partie de la côte ouest du Canada et navigué dans les Aléoutiennes, il retourna aux îles Hawaii. C'est là qu'il fut assassiné le 14 février 1779 par les indigènes.

Le dessin de la pièce illustrée en page couverture représente la carte de la Nouvelle-Zélande, sur laquelle est tracé l'itinéraire que suivit Cook en 1769. La carte est flanquée, à gauche, du portrait du grand explorateur et, à droite, d'une illustration du *Endeavour*. Sous les vagues à droite, on peut voir les initiales de James Berry, l'artiste qui dessina la pièce. Légèrement plus grosse que notre dollar en argent, cette pièce de cupro-nickel a été frappée par la Monnaie royale australienne. Elle fait partie de la Collection nationale de monnaies, Banque du Canada. Photographie : James Zagon, Ottawa.

Subscriptions

Canada and the United States: $10.00 per annum; $25.00 for three years. All other countries: $12.00 per annum; $30.00 for three years.

Public Libraries, Libraries of the Government of Canada and of Canadian provincial and municipal governments (including Crown corporations and agencies), Libraries of Canadian and foreign educational institutions: one half of the regular rate.

Subscription rates include the cost of postage.

Reprints of articles are available at a price of $1.00 for 10 copies of any one article. Individual copies of the Review may be obtained at all Bank of Canada Agencies at a price of $1.00 per copy. Remittances should be made payable to the Bank of Canada, collectable in Canadian currency.

Correspondence should be addressed to Bank of Canada Review
Public Information Division
Secretary's Department
Bank of Canada
245 Sparks Street
Ottawa, Canada
K1A 0G9

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

CN ISSN 0045-1460

Abonnements

Canada et États-Unis : 1 an, 10 $; 3 ans, 25 $. Tous autres pays : 1 an, 12 $; 3 ans, 30 $.

Bibliothèques publiques, bibliothèques du gouvernement canadien, des gouvernements provinciaux et municipaux du Canada (y compris celles des sociétés et agences de la Couronne), bibliothèques des établissements d'enseignement au Canada ou à l'étranger : demi-tarif pour les exemplaires expédiés sous un seul pli.

L'abonnement comprend les frais de port.

On pourra se procurer des tirés à part d'articles parus dans la Revue, au prix de 1 $ le paquet de 10 exemplaires d'un même article.

On pourra également se procurer des exemplaires de la Revue à toutes les agences de la Banque du Canada, au prix de 1 $ chacun.

Paiement à l'ordre de la Banque du Canada.

Adresser toute correspondance à : La Revue de la Banque du Canada
Section de l'information
Secrétariat
Banque du Canada
245, rue Sparks
Ottawa, Canada
K1A 0G9

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

CN ISSN 0045-1460

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

in an appearance before the House of Commons Standing Committee on Finance, Trade and Economic Affairs
9 July 1985

Mr. Chairman, the range of topics that your Committee is examining is very broad indeed. The issues involved have, however, been identified and discussed in detail in the Green Paper on the regulation of financial institutions and in the Wyman Committee Report on deposit insurance. In this introductory statement I propose to highlight a few of those issues that from my vantage point seem particularly important.

Before going further it might be helpful if I clarify for you the Bank of Canada's role in these matters. The Bank has no formal responsibility in the area of financial legislation, and neither the Green Paper nor the Wyman Report have any very direct or immediate implications for our main responsibility, the operation of monetary policy. However, the Bank has a vital interest in efficient financial markets for the effective transmission of monetary policy and has traditionally played an advisory role in legislative revisions. Moreover, as a member of the board of directors of the Canada Deposit Insurance Corporation (CDIC) I have a special interest in and bear a responsibility for its operations.

The issues being raised are complex and the solutions are unlikely to be straightforward or simple. The Green Paper and the Wyman Report provide a set of proposals for discussion, and the next important step will be to hear from the financial institutions and the users of financial services – those who will be the most affected by changes in regulation.

In my view the most important issue that we face, and one that must be dealt with urgently, is the risk from self-dealing for the financial viability of closely held financial institutions and the possible implications for confidence in the system as a whole. The potential for financial institution failures because of self-dealing is evidently also a major concern for our

Déclaration préliminaire faite par M. Gerald K. Bouey Gouverneur de la Banque du Canada

devant le Comité permanent des finances, du commerce et des questions économiques de la Chambre des communes
le 9 juillet 1985

L'éventail de recommandations que votre Comité examine, Monsieur le Président, est extrêmement large. Les problèmes qui se posent ont toutefois été diagnostiqués et étudiés en détail dans le Livre vert sur la réglementation des institutions financières et le Rapport Wyman sur l'assurance-dépôts. Je voudrais tout simplement dans cette déclaration préliminaire attirer votre attention sur un certain nombre de questions soulevées dans ces documents et qui revêtent à mon sens une importance toute particulière.

Avant d'entrer dans le vif du sujet, je crois qu'il serait utile que je précise à votre intention le rôle que joue la Banque du Canada dans le système financier. La Banque n'assume aucune responsabilité officielle en matière de législation financière, et ni le Livre vert ni le Rapport Wyman ne touchent directement à notre domaine de compétence, à savoir la mise en oeuvre de la politique monétaire. Toutefois, l'efficience des marchés financiers présente une importance capitale pour la mise en oeuvre de la politique monétaire, et la Banque a toujours été consultée dans le passé au moment de la révision des lois financières. En outre, en ma qualité de membre du conseil d'administration de la Société d'assurance-dépôts du Canada (la SADC), je m'intéresse tout particulièrement aux opérations de cet organisme, dont j'assume aussi la responsabilité.

Les problèmes qui se posent à l'heure actuelle sont complexes, et les solutions ne sont probablement ni évidentes ni simples. Le Livre vert et le Rapport Wyman contiennent un ensemble de propositions, et la prochaine étape importante du processus engagé consistera à écouter le point de vue des institutions financières et des usagers des services financiers – ceux que les changements proposés toucheront le plus.

À mon avis, la question la plus importante qui se pose et qu'il importe de régler au plus tôt est celle du risque que les « transactions intéressées » comportent pour la viabilité financière des institutions à propriété restreinte, et les conséquences que ce risque peut avoir sur la confiance dans l'ensemble du système financier. Les risques de faillites d'institutions financières causées par des « transactions intéressées » sont manifestement

deposit insurance arrangements. While the primary cause of the difficulties encountered by financial institutions over the past few years has been the adverse economic conditions we have been through, one cannot help but be concerned about the number of instances where the financial problems of the individual institutions that have failed were related to transactions with the other business interests of the owners.

With the growth of large financial conglomerates owned by those with substantial interests in non-financial businesses, the potential risks to the financial system from self-dealing have become much larger. I do not wish for a moment to imply that most owners of financial institutions would be likely to engage in transactions that would knowingly place excessively risky assets in their financial firm in order to benefit their other business interests. However, there have been some unscrupulous operators in the financial industry, and even apart from them, there may be circumstances when the temptation for an owner to take improper advantage of access to funds from the financial institution may be overwhelming. Those are risks we cannot take. The results, as we have seen, can be losses for individual depositors, a severe drain on the Deposit Insurance Corporation and some weakening of confidence in the stability of our financial system.

My preferred solution is widely held ownership, with no single owner of a sufficient size to dominate a financial institution and be in a position to use it in his own interests. Widely held ownership has worked well in the banking system, and I am anxious to see it preserved for Schedule A banks. Some years ago it might have been possible to impose the same requirement on most of the rest of the financial system, but it would be extremely difficult now. The trend to closely held ownership has gone too far for it to be practical to reverse.

The approach proposed in the Green Paper is a virtual ban on non-arm's-length transactions. This is not an ideal solution because such a ban will not be easy to monitor and enforce, but it can be accompanied by penalties which could provide a powerful deterrent. And no one has, to my knowledge, come up with any workable alternative. To make the ban effective it will probably have to be virtually absolute. Making determinations of good versus bad non-arm's-length transactions puts too great a burden on matters of judgement; it would enmesh the financial industry in extensive bureaucratic regulation; and it would increase the risk that unscrupulous operators would avoid detection. Far better to set some simple rules about non-arm's-length transactions in advance, and if some harmless transactions are banned, that is a price we will have to pay to protect the stability of the financial system and retain the confidence of depositors.

If it turns out that the restrictions on non-arm's-length transactions are found to be rather onerous by some institutions, the option will always be open to them to diversify their ownership so that the restrictions would no longer apply.

Another set of issues discussed in the Green Paper on which I would like to comment results from the recent tendency for each group of institutions to move increasingly into the traditional business of other types of financial institutions. That tendency raises concerns with respect to equity and conflict of interest.

It is difficult to define what constitutes equitable regulations and requirements when institutions in competition with one another in one area of the financial market are quite different in other aspects of their business. And as the Green Paper comments, equitable regulation for differing institutions does not necessarily require a similar sets of rules. However, when institutions move into one another's business to the extent that they become very much alike, it is clear that they should be treated in the same way. One area of particular concern to me is the statutory requirement that banks hold cash reserves against their deposits. This requirement exists to provide the Bank of Canada with a reliable fulcrum for the operation of monetary policy. Yet other financial institutions which have been moving increasingly into what was the traditional business of banking are not subject to that requirement. I am thinking here particularly of trust companies whose deposits have become much more like banks' in that their chequing account and savings deposit business have expanded, and which are now moving increasingly into the business lending area. Except for their estate, trust and agency business, trust companies are coming to look very much like banks but they are not subject to reserve requirements.

Another implication of this tendency for institutions to move into one another's traditional business, especially when taken in conjunction with the growth of conglomerates, is an increase in the potential for problems of conflict of interest. While the structure of our financial system may not have been set up expressly for the purpose of limiting conflicts of interest, the separation of commercial lending by banks from the trustee business of trust companies and from the underwriting business of investment dealers did have that beneficial feature.

un autre sujet important de préoccupation pour notre régime d'assurance-dépôts. Même si la cause première des difficultés que les institutions financières ont connues aux cours des dernières années a été la conjoncture économique défavorable que nous venons de traverser, on ne peut s'empêcher de s'inquiéter du nombre de cas où les faillites d'institutions financières étaient liées aux opérations faites avec des entreprises dans lesquelles les propriétaires de ces institutions avaient des intérêts.

Avec la croissance du nombre de grands conglomérats financiers appartenant à des personnes ayant des intérêts considérables dans des entreprises non financières, les risques que les « transactions intéressées » font courir au système financier sont maintenant beaucoup plus graves. Je ne veux nullement insinuer que la plupart des propriétaires d'institutions financières pourraient, en connaissance de cause et dans le seul but de favoriser d'autres entreprises qu'ils possèdent, conclure avec elles des opérations comportant des risques excessifs pour l'institution financière. Mais, le monde de la finance a connu un certain nombre de professionnels dénués de scrupules, et, même si l'on fait abstraction de ceux-là, il est permis d'imaginer des circonstances où un homme d'affaires pourrait succomber à la tentation de tirer indûment parti de l'accès aux fonds de l'institution financière qu'il possède. Il s'agit là de risques que nous ne pouvons prendre. Comme nous l'avons vu, de telles situations peuvent engendrer des pertes pour les déposants, une grave saignée pour la Société d'assurance-dépôts et un certain affaiblissement de la confiance dans la stabilité de notre système financier.

La solution que je préfère est celle d'une large dispersion du capital, d'un système où une seule personne ne peut détenir une part assez grande du capital pour dominer une institution financière et être en mesure d'exploiter sa situation à des fins personnelles. Ce système a bien fonctionné dans le cas des banques à charte, et je souhaite vivement qu'il continue de s'appliquer aux banques de l'Annexe A. Il y a quelques années, il aurait peut-être été possible d'appliquer la même exigence à la plupart des autres institutions du système financier, mais cela serait extrêmement difficile aujourd'hui. La tendance à la propriété restreinte du capital est allée trop loin pour qu'on puisse la renverser sans trop de difficultés.

Ce que le Livre vert propose équivaut à une sorte d'interdiction des opérations entre entreprises ayant entre elles des liens de dépendance. Cette solution n'est pas parfaite car il ne sera pas facile de l'appliquer ni d'en surveiller l'application, mais elle peut s'accompagner de pénalités susceptibles d'avoir un fort pouvoir de dissuasion. Et personne n'a, que je sache, trouvé une meilleure solution au point de vue pratique. Pour que l'interdiction soit efficace, il faudra probablement qu'elle soit presque absolue. La part faite au jugement est bien trop grande lorsqu'il faut déterminer lesquelles des transactions entre entreprises présentant des liens de dépendance sont bonnes ou mauvaises; aussi une telle approche entraînerait-elle le secteur financier dans une réglementation et une bureaucratie considérables et accroîtrait le risque que des gens sans scrupules ne puissent être démasqués. Il vaut beaucoup mieux établir au préalable certaines règles simples au sujet de transactions entre entreprises ayant des liens de dépendance, et si l'on interdit ainsi un certain nombre de transactions comportant peu de dangers, ce sera là le prix qu'il faudra payer pour protéger la stabilité du système financier et conserver la confiance des déposants.

Si certaines institutions finissent par trouver que les restrictions relatives aux transactions entre entreprises ayant entre elles des liens de dépendance sont plutôt coûteuses, elles pourront toujours diversifier la propriété de leur capital pour y échapper.

Je voudrais également dire un mot au sujet d'un autre point soulevé dans le Livre vert, à savoir la tendance récente des diverses catégories d'institutions à s'engager de plus en plus dans le domaine traditionnellement réservé aux institutions financières des autres catégories. Cette tendance soulève des réserves en matière d'équité et de conflit d'intérêts.

Il est difficile de déterminer ce qui est un règlement ou une exigence équitable lorsque les institutions qui entrent en concurrence dans un secteur donné du marché financier sont assez différentes dans les autres opérations qu'elles effectuent. Et comme le fait remarquer le Livre vert, l'équité dans la réglementation ne signifie pas qu'il faille absolument assujettir les diverses catégories d'institutions aux mêmes règles. Cependant, lorsque les institutions entrent sur les marchés des unes et des autres à un point tel que leurs opérations deviennent presque identiques, il est évident qu'elles doivent être traitées de la même façon. Un point qui me préoccupe particulièrement est l'obligation que la loi impose aux banques de détenir des réserves-encaisse, qui sont calculées en fonction de leur passif-dépôts. Cette disposition a pour but de mettre à la disposition de la Banque du Canada un instrument fiable pour la conduite de la politique monétaire. Cependant, les autres institutions financières qui entrent de plus en plus dans ce qui était le marché traditionnel des banques ne sont pas soumises à cette exigence. Je pense particulièrement aux sociétés de fiducie qui ont maintenant un passif-dépôts très semblable à celui des banques, étant donné la croissance de leurs opérations sur comptes de chèques et sur comptes d'épargne, et qui accordent de plus en plus des prêts aux entreprises. Abstraction faite de la gestion des successions, des opérations proprement dites de fiducie et de représentation que font ces sociétés, celles-ci commencent à ressembler beaucoup aux banques sans toutefois être sujettes aux dispositions relatives aux réserves-encaisse.

Une autre conséquence de cette tendance des diverses catégories d'institutions d'étendre leurs opérations aux marchés traditionnels d'autres catégories d'institutions – laquelle ressort particulièrement lorsqu'on considère la croissance des conglomérats – réside dans l'augmentation des risques de conflit d'intérêts. Bien que la structure de notre système financier n'ait peut-être pas été expressément conçue pour limiter les conflits d'intérêts, le cloisonnement des opérations de prêts aux entreprises, des opérations

The proposals in the Green Paper to maintain, and even strengthen, the traditional partition of financial business in separate companies but permit ownership links among banks, trust companies, insurance companies, etc., addresses both the equity and the conflict of interest problems, while still responding to the desire of many financial institutions to diversify. Trust companies and insurance companies could then move further into business lending by setting up Schedule C banks, subject to all the same rules and requirements as other banks. Moreover, the maintenance of trust and commercial banking business in separate corporate structures under a holding company should make it more straightforward to erect a "chinese wall" to prevent the passage of client information which could cause conflict of interest problems. Finally, the continuation of traditional separations between the different types of institutions should facilitate supervision. This is a consideration that is clearly very important if substantial additional demands are going to be placed on supervisory agencies to enforce self-dealing rules.

The financial holding company concept in the Green Paper will permit the growth of financial supermarkets in this country if that is what customers want, but the proposals are not meant to force such a development. In my view there will remain plenty of room for independent financial institutions specializing in a more narrow range of financial services.

I would like to turn now to comment on some of the issues regarding the operation of deposit insurance in Canada. I do not propose to deal specifically with all the various proposals made in the Wyman Committee Report. I look forward to the testimony of Mr. Wyman later this week and to the responses you receive from the various groups of financial institutions to help us assess fully all the implications of the proposals. Most of the points I want to make today are of a more general character.

I would like to say first of all that deposit insurance is an integral part of the financial system in Canada. For 15 years following its establishment in 1967, deposit insurance operated effectively but in the background. It is only in the last few years, as financial institutions have come under severe strain, that its operations have been given prominence. In assessing the appropriateness of our deposit insurance arrangements, it is important not to lose sight of the fact that these recent strains on financial institutions in general have been extraordinary.

None of us will soon forget the difficult economic times we have been through – the serious inflation, the severe recession and the way inflation was fought with high interest rates in most industrial countries because of insufficient fiscal restraint. Financial institutions were bound to be shaken by these almost unprecedented economic events. Some institutions have not survived and others have needed assistance. In both cases there have been payouts of deposit insurance funds.

There have also been other less widely publicized instances where the maintenance of confidence was aided by the existence of deposit insurance. I have in mind the temporary threats to confidence such as those encountered by banks because of the international debt burdens of developing countries and the financial difficulties of some large domestic borrowers, particularly in the energy field. Moreover, one should remember that, even when no deposit insurance payouts are involved, loan losses still have to be paid for by someone. The costs of the unusually large provisions for loan losses which banks have had to make for various reasons in recent years have been passed on to customers mainly in the form of wider interest rate spreads between loans and deposits.

Despite the support for financial institutions provided by deposit insurance during the past several years, there is some tendency to attribute a lessening of market discipline on financial institutions to the form of our present deposit insurance arrangements. While I believe that this argument has been overstated, there is nevertheless room for improvement in the operation of deposit insurance. However, striking an appropriate balance between encouraging market discipline for deposit-taking institutions and avoiding instability in the financial system is not easy.

The judgement in the Wyman Report is that the balance needs to shift to providing more market discipline, and it proposes that insurance should be limited to 90 per cent of deposits but with a higher maximum amount of insurance. While I would not dispute the value of greater market discipline, I would agree with the Minister of State for Finance that this is not the appropriate time to implement such a proposal. The present emphasis should be on strengthening the confidence in our financial institutions.

But even if confidence were not a concern, proposals to increase market discipline are not likely to be sufficient checks on financial institutions by themselves. They typically rely on the ability of depositors to obtain information on the condition of financial institutions and to act in a way that will bring pressure for change at institutions taking

Le Livre vert, qui recommande le maintien et même le renforcement du cloisonnement traditionnel des activités financières des diverses catégories d'institutions, mais permet l'existence de liens de propriété entre banques, sociétés de fiducie, compagnies d'assurance, etc., aborde les problèmes de conflit d'intérêts et d'équité et répond en même temps aux désirs de beaucoup d'institutions financières de diversifier leurs opérations. Les sociétés de fiducie et d'assurance pourraient même s'engager encore davantage dans les opérations de prêt en créant des banques de l'Annexe C, qui sont soumises aux mêmes règles et exigences applicables aux autres banques. De plus, le maintien des activités de fiducie et des opérations bancaires commerciales dans des sociétés distinctes coiffées par une société de portefeuille devrait faciliter l'érection de cloisons destinées à empêcher la transmission d'informations sur la clientèle susceptibles de créer des situations de conflit d'intérêts. Finalement, le maintien du cloisonnement traditionnel des activités des divers types d'institutions financières devrait faciliter la surveillance. Il s'agit d'une considération qui est de toute évidence très importante si l'on veut confier aux organismes de surveillance un surcroît considérable de responsabilités dans l'application des règles relatives aux opérations intéressées.

La formule de la société financière de portefeuille dont il est question dans le Livre vert devrait permettre la création de supermarchés financiers dans notre pays si tel est le voeu des consommateurs, mais les propositions contenues dans ce document n'ont pas pour but d'imposer cette formule. Je pense qu'il restera encore beaucoup de place dans notre système pour les institutions financières indépendantes qui se spécialiseront dans la fourniture d'une gamme plus restreinte de services financiers.

Je voudrais maintenant faire quelques commentaires sur certaines questions relatives au fonctionnement de l'assurance-dépôts au Canada, mais je n'ai pas l'intention de parler spécifiquement de toutes les propositions contenues dans le Rapport du Comité Wyman. J'espère que le témoignage que M. Wyman doit faire cette semaine et les réponses que vous recevrez des différents groupes d'institutions financières nous aideront à faire une évaluation complète de toutes les implications des propositions faites dans le Rapport. La plupart des remarques que je ferai aujourd'hui auront une portée plutôt générale.

En premier lieu, je désire souligner que l'assurance-dépôts fait partie intégrante du système financier canadien. Pendant ses quinze premières années d'existence, soit depuis 1967, le régime d'assurance-dépôts a fonctionné de façon efficace, quoiqu'il soit resté dans l'ombre. Ce n'est que durant les toutes dernières années que ses opérations ont commencé à attirer l'attention, c'est-à-dire depuis que les institutions financières se sont trouvées en butte à de graves problèmes. Lorsqu'on cherche à déterminer si les mécanismes de l'assurance-dépôts sont bien adaptés à nos besoins, il est important de se

rappeler que les pressions auxquelles les institutions financières ont été récemment soumises étaient en général extraordinairement fortes.

Nous n'oublierons pas de sitôt la conjoncture difficile que notre économie a traversée : une inflation aiguë, une forte récession et la façon dont l'inflation a été combattue avec des taux d'intérêt élevés dans la plupart des pays industrialisés parce que les politiques budgétaires n'étaient pas assez restrictives. Il était inévitable que les institutions financières soient secouées par ces phénomènes économiques pratiquement sans précédent. Certaines institutions n'ont pas survécu et d'autres ont eu besoin d'aide. Dans les deux cas, l'assurance-dépôts à dû intervenir.

Il y a eu un certain nombre d'autres cas, qui ont reçu moins de publicité, où la confiance a pu être sauvegardée dans une large mesure par l'existence du régime d'assurance-dépôts. Je pense en particulier aux menaces qui ont pesé pendant quelques temps sur la confiance du public, notamment à celles auxquelles les banques ont dû faire face du fait de la lourde dette étrangère de certains pays en développement et des problèmes financiers de quelques gros emprunteurs canadiens, particulièrement ceux du secteur énergétique. De plus, il ne faut pas oublier que même si l'assurance-dépôts n'a pas été obligée d'effectuer des paiements, les pertes sur prêts ont dû être payées par quelqu'un. Les coûts engendrés par les provisions pour pertes sur prêts exceptionnellement importantes que les banques ont été obligées de constituer ont été répercutés sur les clients sous la forme d'écarts plus importants entre les taux d'intérêt des dépôts et ceux des prêts.

En dépit du soutien que l'assurance-dépôts a apporté aux institutions financières ces dernières années, d'aucuns ont tendance à faire porter au régime actuel d'assurance-dépôts la responsabilité du relâchement de la discipline de marché au niveau des institutions financières. Je crois que cet argument a été exagéré, mais je suis aussi d'avis que le fonctionnement de l'assurance-dépôts peut être amélioré. Cependant, il n'est pas facile de maintenir un juste équilibre entre les deux attitudes à adopter : encourager la discipline de marché au niveau des institutions de dépôt et éviter l'instabilité du système financier.

Le Rapport Wyman juge qu'il est nécessaire de retourner à un renforcement de la discipline du marché et il propose, pour ce faire, que la valeur assurée ne dépasse pas 90 % des dépôts mais que le plafond des dépôts assurés soit relevé. Bien que je ne mette pas en doute les avantages du renforcement de la discipline de marché, je partage avec le ministre d'État aux Finances l'idée que le moment ne se prête pas à l'adoption d'une pareille mesure. Les efforts devraient plutôt porter maintenant sur le renforcement de la confiance dans nos institutions financières.

Mais, même si la question de la confiance ne soulève pas d'inquiétude, il est peu probable que les mécanismes proposés pour renforcer la discipline de marché permettent en soi d'exercer un contrôle suffisant sur les institutions financières. En effet, ces

excessive risks but without leading to panic withdrawals of deposits. That is demanding a great deal from small and medium-sized depositors. While it should be possible some day to incorporate increased market discipline in our insurance arrangements, I believe that much of the discipline will still have to come from regulation and supervision.

There are other proposals in the Wyman Report that should be given more immediate consideration. Certainly we need to get on with raising the deposit insurance premium to start reducing the CDIC deficit. The Wyman Committee has suggested a premium increase from 1/30 of one per cent to 1/10 of one per cent of insurable deposits in two stages. You have already heard that the board of directors of CDIC favours such an increase to take place immediately. On the Wyman proposal to eliminate the deficit more rapidly with a preferred share issue, I am less certain. While the Wyman Committee recommends that the Government should not participate directly in refinancing CDIC, the proposal nevertheless involves an increase in the Government's tax expenditures because of the tax-free nature of these preferred share dividends. The view that member institutions and not the Government should refinance CDIC is one which I fully support. The payouts made by CDIC have all been based on the objective of minimizing the cost to the members of the deposit insurance system and cannot be attributed to political considerations.

The last point I want to make concerns the Wyman recommendations on the role of CDIC in the prudential supervision of financial institutions. In the light of the changes occurring in the financial industry and the responses in the Green Paper which significantly increase the need for supervision, a thorough review is needed of the present organization of supervisory agencies. I agree with the view expressed by the Wyman Committee that CDIC should receive more information on its member institutions and should have greater influence over their behaviour. However, I think we must seek arrangements which would strengthen the position of CDIC without the extensive duplication of the activities of the present supervisors proposed in the Wyman Report.

mécanismes sont habituellement fondés sur la capacité des déposants de s'informer sur la situation des institutions financières et d'agir de façon à obliger celles qui prennent des risques excessifs à modifier leurs comportements, sans toutefois provoquer de retraits massifs de dépôts. Cela équivaut à exiger beaucoup des petits et moyens déposants. Bien qu'il doive être possible de renforcer un jour la discipline de marché dans le cadre de notre régime d'assurance-dépôts, je crois que celle-ci doit être imposée principalement par le biais de la réglementation et de la surveillance.

D'autres propositions du Rapport Wyman devraient être étudiées de façon plus urgente. Il faut sans doute augmenter sans délai les primes d'assurance-dépôts afin de commencer à réduire le déficit de la SADC. Le Comité Wyman propose d'augmenter les primes en deux étapes et de les faire passer de 1/30 de 1 % à 1/10 de 1 %. Vous savez déjà que le conseil d'administration de la SADC s'est prononcé en faveur de l'application immédiate de cette mesure. Mais je suis plus circonspect à l'endroit de la proposition du Rapport qui vise à éliminer le déficit plus rapidement au moyen d'une émission d'actions privilégiées. Bien que le Rapport Wyman recommande que le gouvernement ne participe pas directement au refinancement de la SADC, l'application de cette proposition provoquerait néanmoins une augmentation des dépenses fiscales du gouvernement du fait que les dividendes des actions privilégiées ne sont pas imposables. Je partage sans réserve l'opinion que la SADC devrait être refinancée par les institutions membres et non pas par le gouvernement. Les versements effectués par la SADC ont toujours eu pour but de réduire au minimum les coûts imposés aux institutions membres du régime d'assurance-dépôts et ils n'ont été en aucune façon reliés à des considérations d'ordre politique.

Ma dernière remarque portera sur la recommandation du Rapport Wyman relative au rôle de la SADC dans la surveillance préventive des institutions financières. Dans la perspective des changements qui se produisent actuellement dans le secteur financier et des propositions du Livre vert qui renforcent considérablement les besoins de surveillance, il est nécessaire de revoir de façon approfondie l'organisation actuelle des organismes de surveillance. Je suis d'accord avec l'opinion, exprimée dans le Rapport Wyman, selon laquelle la SADC devrait recevoir davantage de renseignements de la part des institutions membres et qu'elle devrait être en mesure d'exercer une plus grande influence sur le comportement de ces dernières. Cependant, je crois que nous devons chercher à prendre les dispositions nécessaires pour renforcer la position de la SADC sans qu'il soit nécessaire pour autant de procéder à un dédoublement important des activités des organismes actuels de surveillance, comme le propose le Rapport Wyman.

The Canadian financial network: Where the Bank of Canada fits in

Notes for remarks by John W. Crow,
Senior Deputy Governor of the Bank of Canada,
to AIESEC Regina (International Association for
Students of Economics and Commerce)
16 July 1985

I am well aware from the clippings that cross my desk each day that the Bank of Canada is often in the news. I am also aware that not many people are very familiar with what central banks actually do and how they go about it. It is true that the technical issues with which the Bank of Canada copes in financial markets can be quite intricate and difficult to explain to anyone except the specialist. But my purpose in talking to you here about the role of the Bank of Canada is not to discuss financial operations and the details of financial markets.

The Bank is certainly heavily involved in financial market operations on a virtually continuous basis, and this gives us an excellent insight into financial markets and the financial network. However, the Bank does not regulate or supervise directly financial institutions, and, more importantly, an accurate understanding of what central banking in Canada is essentially about does not depend upon a knowledge of the particular institutions and mechanisms of the financial network. In other words, my subject is a broad one. What I hope to do is convey some impression of the objectives and powers of the Bank within the framework of public financial policy.

As the nation's central bank, the Bank of Canada undertakes a number of fairly distinct tasks in helping to manage Canada's finances. In some of these it acts as agent. It is the federal government's fiscal agent; that is to say, it advises on and manages the national debt. Also, the Bank manages the country's international reserves and buys and sells foreign exchange

La place de la Banque du Canada dans le réseau financier canadien

Allocution prononcée par M. John W. Crow,
Premier sous-gouverneur de la Banque du Canada,
à l'Association Internationale des Etudiants en Sciences Economiques
et Commerciales de Regina
le 16 juillet 1985

Je sais fort bien, par les coupures de journaux que je reçois chaque jour à mon bureau, que la Banque du Canada fait souvent les manchettes. Je suis conscient que très peu de gens connaissent bien ce que font en réalité les banques centrales et comment elles le font. Il est vrai que les problèmes techniques auxquels la Banque du Canada doit faire face sur les marchés financiers peuvent être plutôt compliqués et difficiles à expliquer à des non-initiés. Mais je n'ai pas l'intention de vous décrire les opérations financières ni d'entrer dans le détail des rouages des marchés financiers; mes observations porteront seulement sur le rôle de la Banque du Canada.

Il va sans dire que la Banque participe très activement et presque continuellement aux opérations des marchés financiers, ce qui lui permet d'acquérir une excellente connaissance des marchés et du réseau financiers. Toutefois, la Banque ne réglemente ni ne supervise directement les institutions financières, et il n'est pas nécessaire, ce qui est encore plus important, de connaître les institutions financières ni les mécanismes du réseau financier pour comprendre exactement les fonctions essentielles de la banque centrale au Canada. Autant dire que j'aborde avec vous un sujet d'ordre général. Tout ce que j'espère, c'est de vous donner une idée des objectifs et des pouvoirs de la Banque du Canada dans le cadre de la politique financière du pays.

En qualité de banque centrale, la Banque du Canada exerce certaines fonctions assez particulières en participant à la gestion des finances du pays. Dans certains domaines, elle fait office de mandataire du gouvernement. Ainsi, elle est l'agent financier du gouvernement fédéral, c'est-à-dire qu'elle gère la dette nationale et conseille le gouvernement dans ce domaine. En outre, elle administre les réserves de devises étrangères du pays, achète et vend des devises conformément à la politique du

in accordance with the government's policy on exchange market intervention. In its other main functions the Bank acts as principal. It arranges for the issue of banknotes. This is one function that has received particular publicity recently on account of parliamentary hearings and accompanying press commentary on introducing a one-dollar coin to supplement or replace the one-dollar banknote. Then again, the Bank of Canada acts directly on its own responsibility as the banker for banks. And finally, in the role for which it rightly gets the most prominent billing, the Bank of Canada is responsible for formulating and conducting monetary policy. Most of what I have to say will be devoted to monetary policy but I will also comment towards the end of my remarks upon our role as banker for banks. This is also something for which we have become much better known in recent months.

The Bank's powers stem from an Act of Parliament, the Bank of Canada Act, that was passed some fifty years ago. That Act instructs us

> "to regulate credit and currency in the best interests of the economic life of the nation, to control and protect the external value of the national monetary unit and to mitigate by its influence fluctuations in the general level of production, trade, prices and employment, so far as may be possible within the scope of monetary action."

These general guidelines for the Bank seem to me just as valid as they were fifty years ago. Let me in particular stress to you two implications, implications of which the Bank is continually and forcefully reminded as it comes to grips with the challenges of making monetary policy. In the first place, the Act recognizes that the scope for improving general economic performance through monetary policy alone will be limited. At the same time, however, the Act also clearly recognizes the crucial importance of good monetary policy for the proper functioning of the Canadian economy. In other words, good monetary policy is a necessary but not a sufficient condition for good economic performance generally.

What constitutes good monetary policy? What is the kind of policy that contributes to a well-functioning, prosperous Canadian economy, one with high levels of production, trade and employment?

Let me start by noting that the importance of the Bank of Canada's role resides fundamentally in the fact that it is the supplier of the ultimate means of payment to the economy — currency and banks' cash reserves. Therefore, it is appropriate to view its objective as one of bringing about sufficient monetary expansion to contribute to a growing economy, but not so much that it feeds inflation. Our operations will have some effect on interest rates and exchange rates, and we certainly pay attention to developments in these areas, as I shall discuss further on when sketching recent developments. However, I repeat, in the final analysis our goal is not to manage interest rates or exchange rates but to achieve a pace of monetary expansion appropriate to a growing, non-inflationary economy.

The next point I want to make is that the goal of containing inflation is a means to an end, not an end in itself. It does not, I believe, take a great deal of reflection to realize that an economy that relies upon money values and market prices, and on the decentralized decisions and commitments of savers and investors to the future, must work better in a climate of price stability than in one of persistent inflation, with all the uncertainties that a state of persistent inflation brings in its train. Thus, a society that gives up on, or even merely ignores, the goal of maintaining monetary stability will jeopardize its economic goals in other areas as well.

It is understandable that broad public concern about inflation rises and falls depending upon whether inflation is relatively high or relatively low. In 1981 and 1982 inflation in Canada was well into double digits. Many people felt it was likely to climb still higher. Some feared that it would never be brought under control. Now inflation is much lower and it is no longer an issue that makes headlines. However this does not mean that anyone should assume that high inflation has been conjured away somehow — that is to say, no matter what policy is pursued. To reckon on that is to make an assumption that is not borne out by past experience, especially the experience of the past fifteen years.

To guard against a repetition of that experience, monetary policy in Canada and in many other industrial countries has been operating and continues to operate in a framework that is consciously anti-inflationary. The rate of cost and price increases across industrial countries is now down a great deal from the peaks it reached in the late 1970s and early 1980s, and economic recovery is quite widespread, although far from complete. In Canada output is 5 per cent above the previous peak reached in mid-1981 while total employment is now 2 per cent more than its previous peak. But jobs are not plentiful. While unemployment has fallen appreciably since the recession it still remains extremely high in some areas of the country. What needs to be done is keep this expansion going and make it more widespread across the country. This calls for reasonable markets abroad, a competitive and flexible economy at home, and renewed vigour in capital investment to take advantage of market opportunities at home and abroad. A relapse into higher inflation, which

gouvernement en matière d'intervention sur les marchés de change. Dans les autres domaines de sa compétence, la Banque agit pour son propre compte. Elle organise l'émission des billets de banque; cette fonction a particulièrement retenu l'attention dernièrement, à cause des audiences que le Parlement a tenues sur l'émission d'une pièce de monnaie destinée à s'ajouter au billet de un dollar ou à le remplacer et à cause des échos que cette question a eus dans la presse. La Banque du Canada agit aussi directement pour son propre compte comme banquier des banques. Enfin, dans le rôle qui la place le plus souvent et à juste titre sous les feux de la rampe, la Banque formule et met en oeuvre la politique monétaire du pays. La plus grande partie de mes propos toucheront à la politique monétaire, mais je terminerai en consacrant quelques instants à notre rôle de banquier des banques, qui nous a fait connaître davantage ces derniers mois.

Les pouvoirs de la Banque du Canada découlent d'une loi du Parlement, la *Loi sur la Banque du Canada*, qui a été adoptée il y a une cinquantaine d'années. Cette loi nous ordonne de :

> «réglementer le crédit et la monnaie dans le meilleur intérêt de la vie économique de la nation, pour contrôler et protéger la valeur extérieure de l'unité monétaire et pour mitiger, par son influence, les fluctuations du niveau général de la production, du commerce, des prix et de l'emploi de la main-d'oeuvre, autant que possible dans le cadre de l'action monétaire».

Ces directives générales que la Banque a reçues du législateur me semblent tout aussi pertinentes aujourd'hui qu'il y a cinquante ans. Permettez-moi de souligner tout particulièrement deux aspects de ces directives, dont les implications reviennent durement à l'esprit chaque fois que la Banque prend des mesures pour relever les défis que pose la formulation de la politique monétaire. D'une part, le texte de la Loi reconnaît que la politique monétaire ne peut à elle seule aider à améliorer la conjoncture économique que de façon limitée. D'autre part, il reconnaît aussi clairement l'importance cruciale d'une bonne politique monétaire pour assurer le bon fonctionnement de l'économie canadienne. Autrement dit, une bonne politique monétaire est une condition nécessaire mais pas suffisante de la bonne tenue de l'économie en général.

Mais comment définir une bonne politique monétaire? Quel est le genre de politique qui contribue au bon fonctionnement et à la prospérité de l'économie canadienne, une économie qui se caractérise par des niveaux élevés de production, d'échanges commerciaux et d'emploi?

J'aimerais d'abord souligner que l'importance du rôle de la Banque du Canada provient fondamentalement du fait que c'est elle qui fournit les moyens de paiement ultimes aux agents économiques, soit la monnaie et les réserves-encaisse des banques. Par conséquent, on peut croire à juste titre que son objectif consiste à maintenir l'expansion monétaire à un rythme qui soit assez élevé pour contribuer à la croissance de l'économie mais assez faible pour ne pas alimenter l'inflation. Nos opérations ont des

effets sur les taux d'intérêt et sur le taux de change et, bien entendu, nous surveillons de près l'évolution de la situation dans ces domaines; je reviendrai sur ce sujet lorsque je vous parlerai de l'évolution récente. Toutefois, et je le répète, notre objectif n'est pas en dernière analyse de gérer les taux d'intérêt ou le taux de change, mais plutôt d'assurer un rythme d'expansion monétaire qui permette une croissance économique sans inflation.

Le second point que je veux souligner est que l'objectif consistant à contenir l'inflation est un moyen et non une fin en soi. Je ne pense pas qu'il soit nécessaire de se creuser la tête bien longtemps pour comprendre qu'une économie qui repose sur la valeur de la monnaie et sur les prix du marché, ainsi que sur les décisions et engagements concernant l'avenir que prennent individuellement les épargnants et les investisseurs, fonctionne sans doute mieux dans un climat de stabilité des prix que dans une conjoncture d'inflation persistante à cause de toutes les incertitudes qu'une inflation tenace entraîne dans son sillage. Par conséquent, une société qui renonce à atteindre l'objectif du maintien de la stabilité monétaire, ou qui néglige tout simplement cet objectif, met en danger les objectifs économiques qu'elle poursuit dans d'autres domaines.

Il est compréhensible que les préoccupations du public au sujet de l'inflation augmentent ou diminuent selon que le taux d'inflation est relativement élevé ou relativement faible. En 1981 et en 1982, l'inflation au Canada avait dépassé de loin la barre de 10 % et bien des gens croyaient qu'elle allait probablement grimper encore davantage. Certains craignaient que l'on n'arrive jamais à la maîtriser. Maintenant, le taux d'inflation est beaucoup moins élevé, et ce sujet ne fait plus les manchettes. Cependant, il ne faudrait pas supposer pour autant que les dangers d'une inflation aiguë ont été en quelque sorte conjurés, c'est-à-dire écartés peu importe la politique adoptée. Compter là-dessus reviendrait à formuler une hypothèse non confirmée par l'expérience, en particulier celle des quinze dernières années.

Pour éviter que cette expérience se répète, le Canada et de nombreux autres pays industriels ont mis et continuent de mettre en oeuvre des politiques monétaires délibérément anti-inflationnistes. Le taux d'augmentation des coûts et des prix dans les pays industriels a maintenant baissé sensiblement par rapport aux sommets atteints à la fin des années 70 et au début des années 80 et la reprise économique, sans être complète, se manifeste un peu partout. Au Canada, la production dépasse de 5 % le dernier sommet, atteint au milieu de 1981, tandis que l'emploi total dépasse de 2 % son sommet précédent. Mais les emplois disponibles sont loin d'être suffisants. Même si le taux de chômage a diminué de façon appréciable depuis la récession, il reste extrêmement élevé dans certaines régions du pays. Il faut donc entretenir l'expansion et l'étendre à toutes les régions du pays. Pour y arriver, nous devons pouvoir compter sur des marchés raisonnables à l'étranger, sur une économie intérieure souple et où la concurrence est forte et sur une reprise des investissements qui permettra de profiter des possibilités que peuvent offrir les marchés intérieurs et étrangers. Une recrudescence de l'inflation et la perte de confiance dans le processus actuel de rétablissement de la stabilité monétaire au

would set back the confidence in the prospects for monetary stability that is returning to Canada, has no contribution to make to realizing our economic potential in a competitive world. Indeed, it would do quite the reverse.

Our inflation performance continues to improve. The improvement is particularly striking as regards money wages and the costs of production in general. The recovery in output and employment has been well sustained for over two years. But it is still partial. Total spending in dollar terms in Canada is advancing at a rate appreciably below double digit. That is to say, it is advancing at a pace consistent with sustained economic expansion and a trend of moderating inflation. In these circumstances, the thrust of the Bank of Canada's policy has been to encourage through its financial operations the shift towards lower interest rates from the very high levels that prevailed earlier – a shift that one would broadly expect to see in the circumstances I have just described. However, over the past couple of years the scope for achieving lower interest rates through monetary policy has been constrained by international financial conditions and we have not always been able to make progress. At the same time, it should be noted that rates in Canada are now lower than at any time since 1978.

The volatility in the international financial climate in this period, largely reflecting expectations and uncertainties about the world's largest economy, the United States, has affected Canada and many other countries. However, there is no way for an economy as internationally open as is Canada's to stand completely aside from those interest rate and exchange rate disturbances. What we have to do, and have been trying to do, is to absorb them with as little impact as possible on the movement towards lower rates of inflation and on the recovery in Canada. This has involved moderating the downward pressure on the Canadian dollar by taking some of the strain from external factors on Canadian interest rates.

Let me just add in regard to the foregoing that over the years Canada has gained immensely in terms of its economic development from being an open economy. Therefore, it would not be constructive to think that Canada should, or even could, somehow drop out of the world economic and financial scene. What we have to do is work in cooperation with other countries to improve it.

In the face of this upward push from time to time in interest rates abroad, one element in the Bank's reaction has been to give all the assurance it can that any impact on Canada will not be a prelude to a repeat of the extraordinarily high interest rates that we saw in 1981 and early 1982. No one wants to see interest rates like that again and we know that people are still very conscious of them. However, Canada's basic inflation performance has improved tremendously since then and there is a more general confidence than there has been for some time that inflation will not pose the threat to Canada's economic well-being that it has at times in the recent past. Indeed, this growing confidence is our best assurance over time against high interest rates. Nailing down as completely as possible the development of *non*-inflationary as opposed to inflationary expectations depends on other aspects of public policy as well, together with the attitudes taken in the business and labour sectors of the economy, and not solely on monetary policy.

Nonetheless, a monetary policy that is vigilant against inflation plays a crucial part, and that is why we have been concerned in our policies to maintain confidence in the external value of the Canadian dollar despite the pressures from international interest rate developments in the past eighteen months. The fact of the matter is that we cannot reasonably expect to maintain confidence in the purchasing power of our currency at home without sustaining confidence by our actions in its external value. The exchange rate for the Canadian dollar is far too important a price throughout the Canadian economy (for example, over one third of total spending by Canadians on goods of all kinds is met by imports), and international financial markets are too volatile, for that to make sense.

In the remainder of these remarks I want to turn from the responsibilities of the Bank of Canada in regard to broad monetary policy to some brief comments on its role as banker to the nation's banking system.

In the case of monetary policy, much of what is discussed – such as exchange rates, interest rates, or the performance of various monetary and credit aggregates – has a fairly indirect relationship in the short term to what happens in the Bank of Canada's balance sheet. However, in the case of its relationship with banks, the Bank of Canada's powers as supplier of the most essential form of financial liquidity in the system are absolutely central to any description of its role.

In Canada, and indeed around the world, financial institutions have been affected at least as much as any other sector by the imbalances brought about by the severe bout of inflation that we have just passed through. We all have been very much aware since the middle of 1982 of the debt problems of major borrowing countries in the developing world. These problems are being eased gradually on the basis of a major cooperative effort between governments of borrowing countries and the

Canada ne nous aideront en rien à exploiter notre potentiel économique dans ce monde où la concurrence est si forte. De fait, cela aboutirait plutôt au résultat contraire.

Sur le front de l'inflation, nous continuons de marquer des points. Les progrès enregistrés sont particulièrement frappants au chapitre des salaires nominaux et des coûts de production en général. La reprise de la production et de l'emploi s'est bien maintenue depuis plus de deux ans. Mais elle demeure limitée. La dépense globale en termes nominaux s'accroît au Canada à un taux sensiblement inférieur à 10 %, c'est-à-dire à un rythme compatible avec une expansion économique soutenue et une tendance à la modération de l'inflation. Dans ces circonstances, la Banque du Canada a cherché à faciliter par ses opérations financières un mouvement à la baisse des taux d'intérêt, qui étaient très élevés. La conjoncture que je viens de décrire permettait d'espérer un tel mouvement des taux d'intérêt. Au cours des deux ou trois dernières années, toutefois, la situation financière internationale est venue limiter les chances que la politique monétaire nous permette de faire baisser les taux d'intérêt, de sorte que nous n'avons pas toujours pu faire de progrès. Il faut néanmoins mentionner que les taux d'intérêt canadiens sont maintenant les plus bas qui aient été enregistrés depuis 1978.

L'instabilité de la conjoncture financière internationale au cours de cette période, qui reflète dans une large mesure les anticipations et les incertitudes au sujet de la plus importante économie du monde – celle des États-Unis – a influencé l'économie du Canada et de nombreux autres pays. Cependant, une économie aussi ouverte que l'économie canadienne ne peut se mettre intégralement à l'abri des perturbations liées aux taux d'intérêt et aux taux de change. Ce que nous devons faire, et que nous essayons de faire, c'est d'affronter ces perturbations de manière à réduire au minimum leurs effets sur la tendance à la baisse des taux d'inflation et sur la reprise économique au Canada. Pour y parvenir, nous avons dû atténuer les pressions à la baisse sur le dollar canadien en faisant absorber une partie des tensions d'origine externe par les taux d'intérêt canadiens.

À cet égard, j'aimerais simplement ajouter que le fait pour le Canada d'avoir une économie ouverte a grandement favorisé son développement économique au fil des ans. C'est pourquoi l'idée que le Canada devrait ou même pourrait en quelque sorte se retirer de la scène économique et financière internationale n'a rien de constructif. Ce que nous devons faire, c'est de collaborer avec les autres pays à l'amélioration de la situation économique mondiale.

Devant les hausses intermittentes des taux d'intérêt à l'étranger, l'un des éléments de la réaction de la Banque a été de donner dans toute la mesure du possible l'assurance que ces hausses – quelles qu'en fussent les incidences pour le Canada – ne seraient pas le prélude à un retour aux taux d'intérêt extraordinairement élevés que nous avons connus en 1981 et au début de 1982. Personne ne souhaite voir les taux d'intérêt atteindre des niveaux aussi élevés, et nous savons que le public est encore très sensible à ce problème. Cependant, sur le front de l'inflation, la situation générale du Canada s'est améliorée considérablement depuis cette époque, et on est plus convaincu aujourd'hui qu'auparavant que l'inflation ne menacera plus le bien-être économique du Canada comme elle l'a fait dans le passé. De fait, cette confiance de plus en plus forte est à long terme notre meilleure garantie contre des taux d'intérêt élevés. Pour ancrer le plus solidement possible dans l'esprit des gens, non pas des attentes inflationnistes, mais plutôt des attentes anti-inflationnistes, il est indispensable de compter non seulement sur la politique monétaire, mais aussi sur d'autres aspects des politiques des pouvoirs publics ainsi que sur les attitudes des milieux d'affaires et du secteur de la main-d'oeuvre.

Une politique monétaire axée sur la lutte à l'inflation joue néanmoins un rôle primordial; c'est d'ailleurs pourquoi nous nous sommes préoccupés dans nos politiques de maintenir la confiance dans le cours du dollar canadien en dépit des pressions exercées par l'évolution des taux d'intérêt à l'étranger au cours des dix-huit derniers mois. La réalité est que nous ne pouvons pas raisonnablement espérer maintenir la confiance des Canadiens dans le pouvoir d'achat intérieur de notre devise sans prendre des mesures qui entretiennent la confiance dans le taux de change. Le cours du dollar canadien est un prix qui a une incidence beaucoup trop importante dans l'ensemble des secteurs de l'économie canadienne (à titre d'exemple, les importations représentent plus du tiers de la dépense totale des Canadiens en biens de toutes sortes) et les marchés financiers internationaux sont trop instables pour qu'il soit permis d'entretenir un tel espoir.

Après cet aperçu des fonctions de la Banque du Canada en matière de politique monétaire, j'aimerais faire quelques brèves observations sur le rôle de banquier que joue cette institution auprès du système bancaire du pays.

En ce qui a trait à la politique monétaire, la plupart des sujets que nous venons d'aborder, par exemple les taux de change, les taux d'intérêt ou l'évolution des divers agrégats de la monnaie et du crédit, ont peu de rapports dans le court terme avec le bilan de la Banque du Canada. Cependant, lorsqu'on aborde le sujet des relations entre la Banque du Canada et les banques, il est impossible de décrire le rôle de cette institution sans parler de sa fonction de fournisseur de la forme la plus essentielle de liquidité financière dans le système.

Au Canada, et de fait dans le monde entier, les institutions financières ont été touchées au moins autant que les autres secteurs économiques par les déséquilibres qu'a engendrés la grave poussée d'inflation dont nous venons tout juste de nous relever. Depuis le milieu de 1982, nous sommes tous au courant des problèmes des pays en développement les plus lourdement endettés. Ces problèmes sont en train d'être atténués graduellement grâce à l'effort conjoint des États emprunteurs et des grandes banques des pays industriels assistées des gouvernements et des banques centrales de ces pays. Au Canada, les tensions financières que l'inflation a engendrées se sont répercutées tant sur les institutions financières que sur leurs clients, en particulier lorsque des projets d'investissement ou des emprunts avaient été évalués en fonction de l'hypothèse de la persistance d'un taux d'inflation élevé. Ce problème a engendré des tensions réelles, mais grâce à un effort collectif semblable dans certains aspects à celui dont je viens de

major banks of industrial countries, with assistance from their governments and central banks. The financial strains brought on by inflation have also had repercussions in Canada both for the customers of financial institutions and for financial institutions themselves, especially where the assessment of projects and loans was made on the assumption that high inflation would continue. The strain has been very real, but thanks to a cooperative effort similar in some ways to the one I have just described for the international scene the domestic financial system has held together rather well.

It is in these circumstances that the Bank of Canada has recently been called upon to lend much more actively and persistently within the banking system than in the past. We are performing our traditional role of providing liquidity. The difference is that the loans are larger and for a more extended period than before.

This lending role of the Bank of Canada is an extremely important one for maintaining confidence in the financial system, but it has purposes that are specific and which do not always seem to be understood by commentators on the situation. In a nutshell, the Bank's powers permit it to make liquidity advances on security. They do not make provision for the Bank to supply capital or to attempt to regulate or manage a bank's affairs.

Let me pull these remarks together by returning to a theme I sketched at the beginning. That theme is that what the Bank of Canada can contribute to public economic policy through monetary policy and through its operations with banks is limited but at the same time very important. Good economic performance overall depends on a range of economic policies and on the enterprise and effort displayed by the private sector. A good, that is to say non-inflationary, monetary policy cannot by itself guarantee good performance, but a monetary policy that feeds inflation will damage it.

In regard to the Bank of Canada's direct relations with individual banks, its powers are in the final analysis quite precise – to extend credit to relieve problems of liquidity. At the same time, however, I emphasize in these final words that those lending powers are a vital ingredient in a smoothly functioning and sound banking system, and that our commitment to lend is very clear. Furthermore, we are able to manage our financial market operations to make room for the liquidity advances that are required. That is to say, we are able to extend the necessary credit to banks while at the same time holding to our broad monetary policy objectives.

parler au sujet de la scène internationale, le système financier canadien a assez bien résisté.

C'est dans de telles circonstances que la Banque du Canada a été appelée ces derniers temps à octroyer des prêts au système bancaire de façon beaucoup plus active et beaucoup plus soutenue que par le passé. En cela, nous ne faisons que remplir notre rôle traditionnel de fournisseur de liquidités au système. Mais la différence avec le passé, c'est que nous accordons aujourd'hui des prêts plus importants et pour de plus longues périodes.

Ce rôle de prêteur que joue la Banque du Canada est extrêmement important en ce qui concerne le maintien de la confiance du public dans le système financier, mais il vise aussi des objectifs précis que les observateurs ne semblent pas toujours comprendre. Disons en bref que la Banque a le pouvoir d'accorder des avances garanties. Elle n'a cependant pas le pouvoir de fournir des ressources en capital ou de tenter de réglementer ou de gérer les affaires d'une banque.

Permettez-moi, en guise de synthèse, de reprendre une idée que j'ai esquissée au début de cet exposé, à savoir que la contribution que la Banque du Canada peut apporter à la politique économique du gouvernement par le biais de sa politique monétaire et de ses opérations avec les banques est à la fois limitée et très importante. Dans l'ensemble, une bonne tenue de l'économie dépend d'un large éventail de politiques économiques, de l'esprit d'entreprise et des efforts du secteur privé. Une bonne politique monétaire, c'est-à-dire une politique monétaire non inflationniste, ne suffit pas en soi pour garantir une bonne tenue de l'économie, mais une politique monétaire qui alimente l'inflation nuira inévitablement à la tenue de l'économie.

En ce qui a trait aux rapports directs que la Banque du Canada entretient avec des banques, les pouvoirs de cette institution sont, en dernière analyse, très précis : octroyer du crédit pour atténuer les problèmes de liquidité. Toutefois, j'insiste en terminant sur le fait que ces pouvoirs de prêteur constituent un élément essentiel de tout système bancaire qui fonctionne harmonieusement et inspire confiance et que notre détermination à octroyer des prêts ne laisse aucun doute. De plus, nous sommes en mesure de gérer nos opérations sur les marchés financiers de façon à répondre aux demandes de liquidités qui nous sont adressées. Cela revient à dire que nous avons les moyens d'accorder aux banques les prêts nécessaires sans nous écarter des grands objectifs de notre politique monétaire.

Studies undertaken for the Royal Commission on the Economic Union and Development Prospects for Canada

The following papers were undertaken by the Research Department of the Bank of Canada as part of the Economic Research Program of the Royal Commission on the Economic Union and Development Prospects for Canada. The views expressed are those of the authors; responsibility for them should not be attributed to the Bank of Canada.

Price Flexibility and Business Cycle Fluctuations in Canada – A Survey, by Brian O'Reilly, William R. White and Robert Ford. This paper is an overview of all the following working papers. It is available in volume 20 of the set of studies published by the Royal Commission.

Prices in the Post-War Period, by Brian O'Reilly. This working paper is available in volume 20 of the set of studies published by the Royal Commission.

The working papers listed below are available from the Bank of Canada. To obtain copies of these papers please write to the Public Information Division, Secretary's Department, Bank of Canada, Ottawa, Ontario K1A 0G9.

W1 Nonparametric Tests for Changes in the Cyclical Sensitivity of Prices, by John Armstrong
W2 The Cyclical Sensitivity of Prices: The Cumulative Density Approach, by John Armstrong
W3 The RDXF Response to a Monetary Shock Using Alternative Short-Run Slopes for the Phillips Curve, by Jean-Pierre Aubry and Kim Acheson

Études effectuées à la demande de la Commission royale sur l'union économique et les perspectives de développement du Canada

Les études énumérées ci-dessous ont été réalisées par le département des Recherches de la Banque du Canada dans le cadre du programme de recherches en économie de la Commission royale sur l'union économique et les perspectives de développement du Canada. Les opinions exprimées dans ces publications sont celles des auteurs et ne traduisent pas nécessairement le point de vue de la Banque.

La flexibilité des prix et les fluctuations du cycle économique au Canada : Un tour d'horizon. Cette étude, signée par Brian O'Reilly, William R. White et Robert Ford, donne un aperçu des divers travaux, dont les titres sont reproduits ici. Elle est publiée au volume 20 des études publiées par la Commission royale.

Les prix dans l'après-guerre. Cette étude de Brian O'Reilly est reproduite au volume 20 des études publiées par la Commission royale.

Les études suivantes ont été publiées par la Banque du Canada. Les personnes qui désirent en recevoir des exemplaires doivent s'adresser à la Section de l'information, Secrétariat, Banque du Canada, Ottawa, Ontario K1A 0G9.

W1 Nonparametric Tests for Changes in the Cyclical Sensitivity of Prices, par John Armstrong
W2 The Cyclical Sensitivity of Prices: The Cumulative Density Approach, par John Armstrong
W3 The RDXF Response to a Monetary Shock Using Alternative Short-Run Slopes for the Phillips Curve, par Jean-Pierre Aubry et Kim Acheson
W4 Empirical Evidence on Price Determination in Canada: An Aggregate Approach, par Pierre Duguay

W4 Empirical Evidence on Price Determination in Canada: An Aggregate Approach, by Pierre Duguay
W5 The Post-1950 Recession-Period Performance of Prices in Canada: A Data Exposition, by Paul Ferley, Brian O'Reilly and Anne Dunnigan
W6 Recession-Period Performance of Prices: 1914 to 1950, by Paul Ferley and Anne Dunnigan
W7 Wage Rigidity and Macroeconomic Performance, by Robert Ford
W8 Wage Rigidities, Price Rigidities and Monetary Shocks, by Robert Ford
W9 Income Shares: Cyclical and Secular Influences and Their Relationship to Inflation, by J. Peter Jarrett
W10 Real Wages in Canada: The Stylized Facts, by J. Peter Jarrett
W11 Analysis of the Variance of the GNE Implicit Price Index and its Components, by Andrew Karolyi
W12 Survey of Selected Literature on the Price-Output Trade-Off Over the Business Cycle, by Brian O'Reilly
W13 The Functional Form of Price-Wage Equations in Canadian Macroeconometric Models, by Graydon Paulin
W14 The Influence of Some Adjustment Processes on the Response to Monetary Shocks in SAM, by David Rose, Jack Selody and Jean St-Gelais
W15 Interest Rates and Price-Setting Practices in Canadian Electric and Natural Gas Utilities, by Richard Roy and Martin Coiteux
W16 A Stage-of-Processing Price System, by Claude Simard
W17 The Cyclical Sensitivity of Profit Margins, by Gerald Stuber
W18 Regulation and Other Forms of Government Intervention in the Canadian Economy and Their Relationship to Inflation, by Gerald Stuber
W19 The Administered-Price Hypothesis and the Canadian Economy, by Gerald Stuber
W20 Cyclical Behaviour of Labour Productivity, by Gerald Stuber

W5 The Post-1950 Recession-Period Performance of Prices in Canada: A Data Exposition, par Paul Ferley, Brian O'Reilly et Anne Dunnigan
W6 Recession-Period Performance of Prices: 1914 to 1950, par Paul Ferley et Anne Dunnigan
W7 Wage Rigidity and Macroeconomic Performance, par Robert Ford
W8 Wage Rigidities, Price Rigidities and Monetary Shocks, par Robert Ford
W9 Income Shares: Cyclical and Secular Influences and Their Relationship to Inflation, par J. Peter Jarrett
W10 Real Wages in Canada: The Stylized Facts, par J. Peter Jarrett
W11 Analysis of the Variance of the GNE Implicit Price Index and its Components, par Andrew Karolyi
W12 Survey of Selected Literature on the Price-Output Trade-Off Over the Business Cycle, par Brian O'Reilly
W13 The Functional Form of Price-Wage Equations in Canadian Macroeconometric Models, par Graydon Paulin
W14 The Influence of Some Adjustment Processes on the Response to Monetary Shocks in SAM, par David Rose, Jack Selody et Jean St-Gelais
W15 Interest Rates and Price-Setting Practices in Canadian Electric and Natural Gas Utilities, par Richard Roy et Martin Coiteux
W16 A Stage-of-Processing Price System, par Claude Simard
W17 The Cyclical Sensitivity of Profit Margins, par Gerald Stuber
W18 Regulation and Other Forms of Government Intervention in the Canadian Economy and Their Relationship to Inflation, par Gerald Stuber
W19 The Administered-Price Hypothesis and the Canadian Economy, par Gerald Stuber
W20 Cyclical Behaviour of Labour Productivity, par Gerald Stuber

Charts

S2 Monetary aggregates and fiscal policy
S3 Chartered banks
S4 Interest rates
S6 Government of Canada direct and guaranteed securities outstanding
S7 Financing of governments and business
S8 National accounts
S9 Selected economic indicators
S10 Labour market
S12 Prices
S13 Incomes and costs
S14 External trade
S15 Canadian balance of international payments

Symbols used in the charts
A arithmetic scale
L logarithmic scale

Graphiques

S2 Agrégats monétaires et politique financière
S3 Banques à charte
S4 Taux d'intérêt
S6 Encours des titres émis ou garantis par le gouvernement canadien
S7 Financement des gouvernements et des entreprises
S8 Comptes nationaux
S9 Quelques indicateurs économiques
S10 Marché du travail
S12 Prix
S13 Revenus et coûts
S14 Commerce extérieur
S15 Balance canadienne des paiements

Abréviations utilisées dans les graphiques
A échelle arithmétique
L ordonnées logarithmiques

Bank of Canada Review

Revue de la Banque du Canada

September 1985

3 Economic developments in the first half of 1985
19 Record of press releases

Charts and statistics
S1 INDEX TO CHARTS
S16 INDEX TO STATISTICAL TABLES
S20 Major financial and economic indicators
S26 Bank of Canada
S30 Chartered banks
S60 Other financial institutions
S78 Financial aggregates
S82 Financial markets
S95 Government of Canada securities markets
S113 General economic statistics
S129 Foreign exchange market and reserves
S133 Balance of payments and external trade
S151 Notes to the tables
S159 Articles and speeches:
September 1984 to August 1985
S163 SUBJECT INDEX

Septembre 1985

3 L'évolution économique au premier semestre de 1985
19 Communiqués reproduits à titre documentaire

Graphiques et tableaux statistiques
S1 LISTE DES GRAPHIQUES
S16 LISTE DES TABLEAUX STATISTIQUES
S20 Principaux indicateurs financiers et économiques
S26 Banque du Canada
S30 Banques à charte
S60 Autres institutions financières
S78 Agrégats financiers
S82 Marchés financiers
S95 Marchés des titres du gouvernement du Canada
S113 Statistiques économiques diverses
S129 Marché des changes et réserves de change
S133 Balance des paiements et commerce extérieur
S151 Notes relatives aux tableaux
S159 Articles et discours :
De septembre 1984 à août 1985
S163 INDEX DES SUJETS

This Review is published monthly under the direction of an Editorial Board and responsibility for the editorial content rests with this Board.

Members of the Editorial Board:
Gordon Thiessen, Chairman
Gene Fleet, Editor
William Alexander
Jacques Bussières
Charles Freedman
Paul Jenkins
Tim Noël
Vaughn O'Regan
Donald Stephenson
William White

Cette Revue est publiée mensuellement sous la direction d'un Comité de rédaction, auquel incombe la responsabilité des pages de rédaction.

Membres du Comité de rédaction :
Gordon Thiessen, Président
Gene Fleet, directrice de la rédaction
William Alexander
Jacques Bussières
Charles Freedman
Paul Jenkins
Tim Noël
Vaughn O'Regan
Donald Stephenson
William White

Cover:
Imperial Rome: Denarius

The annals of history are replete with buildings which because of size, grandeur or significance have become legendary. The temple of Jupiter Capitolinus pictured on this month's cover is an excellent example. The temple was erected in the late 6th century B.C. during the reign of Tarquinius Superbus, the last of the legendary kings of early Rome. Situated on the southern promontory of the Capitoline, one of the seven hills of Rome, it housed the shrines of Jupiter, Juno and Minerva. Here, before the inner statue of Jupiter, newly elected consuls took their vows, victorious generals made sacrifices and vestal virgins guarded the famous Sibylline books whose divinations were consulted in periods of crisis.

Nothing remains of the structure today, save the records of its use and the myths associated with it. According to legend the name of the temple and hill derived from an incident that occurred during its construction: a human head (*caput*) was unearthed in the excavation. Another tale recounts that in 275 B.C. on the eve of the battle of Beneventum between the army of Rome and the army of Epirus under the command of the great king Pyrrhus, lightning struck the Capitolium destroying the statue of Jupiter that crowned the temple. To counteract this evil omen, the Roman Senate accused a vestal virgin of promiscuity and, in accordance with custom, had her buried alive. Apparently this action was successful for the Roman armies drove the forces of Epirus from Italy.

About the size of a Canadian cent, the silver denarius was struck c.78 B.C. under the authority of the moneyer M. Volteius whose name appears below the temple. It was part of a special coin series of five different designs, each commemorating a principal festival of Rome; this denarius commemorates one of the oldest festivals, the Ludi Romani honouring Jupiter. This coin forms part of the National Currency Collection, Bank of Canada. Photography by James Zagon, Ottawa.

Couverture :
Rome impériale : Denier

L'histoire abonde en monuments que leur taille imposante, leur splendeur ou leur importance ont rendus célèbres. Le temple de Jupiter Capitolin qui orne la pièce illustrée en page couverture est un bel exemple. Le temple a été érigé vers la fin du VI[e] siècle av. J.-C. durant le règne de Tarquin le Superbe, qui fut, selon la légende, le dernier roi de la Rome antique. Situé sur le côté sud du Capitole, une des sept collines de Rome, il renfermait les sanctuaires de Jupiter, de Junon et de Minerve. C'est à l'intérieur du temple, près de la statue de Jupiter, que les consuls nouvellement élus prêtaient serment, que les généraux victorieux faisaient des sacrifices et que les vestales gardaient les célèbres Livres sibyllins, recueils d'oracles consultés dans les périodes de crise.

Il ne subsiste rien de ce temple, à part les documents qui en attestent l'existence et les mythes qui y sont associés. La légende veut que le nom du temple et de la colline ait été inspiré par la découverte d'un crâne d'homme sur le site de la construction durant les travaux d'excavation. Selon une autre légende, à la veille de la bataille de Bénévent (275 av. J.-C.), au cours de laquelle devaient s'affronter l'armée de Rome et celle de l'Épire commandée par le grand roi Pyrrhus, la foudre serait tombée sur le Capitole et aurait complètement détruit la statue de Jupiter qui surplombait le temple. Pour neutraliser ce mauvais augure, le Sénat romain accusa une vestale d'avoir manqué à ses voeux de chasteté et, suivant la coutume, la fit enterrer vivante. Cette mesure eut apparemment le résultat escompté puisque dès le lendemain les armées romaines expulsèrent de l'Italie l'armée de l'Épire.

De dimensions à peu près identiques à celles d'une pièce canadienne de un cent, ce denier d'argent a été frappé vers l'an 78 av. J.-C. sous la direction du monnayeur M. Volteius, dont le nom est inscrit dans la partie inférieure de la pièce. Le denier faisait partie d'une série spéciale de cinq pièces ornées de différents motifs représentant chacun un important festival romain. La pièce illustrée en couverture commémore l'un des plus anciens festivals, les jeux Capitolins organisés en l'honneur de Jupiter.

Cette pièce fait partie de la Collection nationale de monnaies, Banque du Canada. Photographie : James Zagon, Ottawa.

Subscriptions

Canada and the United States: $10.00 per annum; $25.00 for three years. All other countries: $12.00 per annum; $30.00 for three years.

Public Libraries, Libraries of the Government of Canada and of Canadian provincial and municipal governments (including Crown corporations and agencies), Libraries of Canadian and foreign educational institutions: one half of the regular rate.

Subscription rates include the cost of postage.

Reprints of articles are available at a price of $1.00 for 10 copies of any one article. Individual copies of the Review may be obtained at all Bank of Canada Agencies at a price of $1.00 per copy. Remittances should be made payable to the Bank of Canada, collectable in Canadian currency.

Correspondence should be addressed to Bank of Canada Review
Public Information Division
Secretary's Department
Bank of Canada
245 Sparks Street
Ottawa, Canada
K1A 0G9

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

CN ISSN 0045-1460

Abonnements

Canada et États-Unis : 1 an, 10 $; 3 ans, 25 $. Tous autres pays : 1 an, 12 $; 3 ans, 30 $.

Bibliothèques publiques, bibliothèques du gouvernement canadien, des gouvernements provinciaux et municipaux du Canada (y compris celles des sociétés et agences de la Couronne), bibliothèques des établissements d'enseignement au Canada ou à l'étranger : demi-tarif pour les exemplaires expédiés sous un seul pli.

L'abonnement comprend les frais de port.

On pourra se procurer des tirés à part d'articles parus dans la Revue, au prix de 1 $ le paquet de 10 exemplaires d'un même article.

On pourra également se procurer des exemplaires de la Revue à toutes les agences de la Banque du Canada, au prix de 1 $ chacun.

Paiement à l'ordre de la Banque du Canada.

Adresser toute correspondance à : La Revue de la Banque du Canada
Section de l'information
Secrétariat
Banque du Canada
245, rue Sparks
Ottawa, Canada
K1A 0G9

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

CN ISSN 0045-1460

Economic developments in the first half of 1985

Total spending in the Canadian economy continued to expand in the first half of 1985 with Gross National Expenditure (GNE) rising at an annual rate of 8 1/4 per cent.* In both value and volume terms, growth was concentrated in final domestic demand and was broadly based among the major spending components. Lower interest rates, increased disposable income and the desire by business to modernize and expand stimulated gains in consumer outlays, residential investment and business fixed capital formation. The impulse to Canadian economic activity from external demand moderated considerably in the first half of 1985 for a number of reasons including a slowdown in the U.S. and overseas economies, and capacity limitations in some export-oriented industries. Regionally, the pace of economic activity remained strongest in central Canada although some indicators point to a pickup in the rate of growth in the other parts of the country.

Output growth in the first half of the year was stronger than that experienced by many of Canada's major trading partners and induced employment gains sufficient to reduce further the aggregate unemployment rate. At the same time, measured inflation in Canada rose slightly. Increases in prices subject to government regulation and the impact of the depreciation in the Canadian dollar were important factors behind this development. Conversely, the rate of increase of producer prices slowed further reflecting the global weakness in commodity prices. These developments are discussed in more detail in the remainder of this article.

* All the changes quoted for half years in this article are calculated with respect to the previous half year and are expressed at compound annual rates.

This article was prepared in the Current Analysis Section of the Research Department.

L'évolution économique au premier semestre de 1985

La croissance de la dépense globale au Canada s'est poursuivie au premier semestre de 1985 où la dépense nationale brute (DNB) a augmenté à un rythme annuel de 8 1/4 %*. Qu'il s'agisse des données nominales ou réelles, la croissance de cet agrégat a surtout reflété l'évolution de la demande intérieure finale et s'est appuyée sur la plupart des grandes composantes de la dépense. La baisse des taux d'intérêt, l'augmentation du revenu disponible des ménages et le désir de modernisation et d'expansion manifesté par les entreprises ont stimulé les dépenses de consommation, la construction de logements et la formation de capital fixe dans les entreprises. L'impulsion donnée à l'activité économique au Canada par la demande extérieure en 1984 s'est considérablement atténuée au premier semestre de 1985 pour plusieurs raisons, notamment le ralentissement de l'économie américaine et des économies d'outre-mer et la limitation des capacités dans certaines industries à vocation exportatrice. Sur le plan régional, c'est dans les provinces centrales que l'activité économique a été la plus forte même si certains indicateurs donnent à penser que le taux de croissance s'est redressé dans d'autres régions du pays.

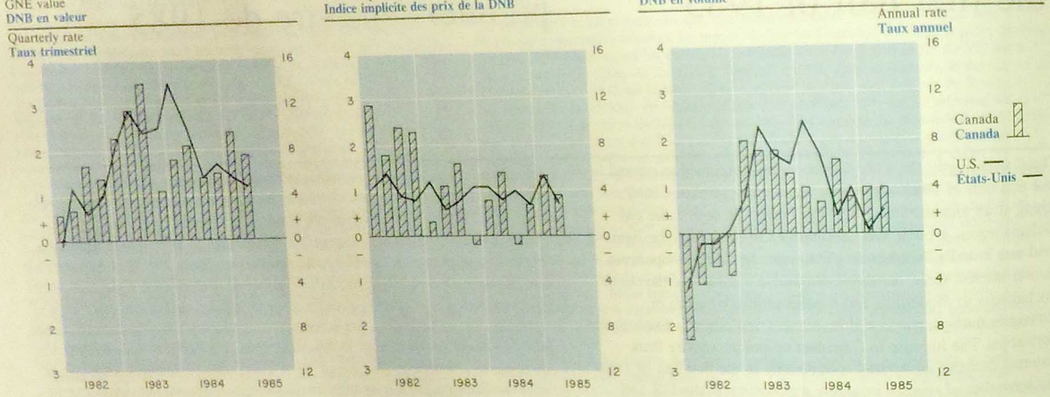
La croissance de la production au premier semestre de l'année a été plus forte dans notre pays que chez un grand nombre de nos grands partenaires commerciaux et elle a engendré un accroissement de l'emploi suffisant pour réduire davantage le taux global du chômage. Parallèlement, le taux d'inflation a augmenté légèrement au Canada. La hausse des prix réglementés et les incidences de la dépréciation du dollar canadien ont été des facteurs importants de cette évolution. D'autre part, le taux d'accroissement des prix à la production s'est encore ralenti sous l'influence de la faiblesse générale des prix des matières premières. Ces phénomènes sont examinés de plus près dans les autres sections de cet article.

* Tous les taux de variation cités pour des semestres donnés sont calculés par rapport au semestre de l'année précédente et sont des taux annuels composés.

Cet article a été rédigé à la Section de l'analyse conjoncturelle du département des Recherches.

Chart I — GNE value, price and volume: Canada-U.S.
Graphique I — Valeur, prix et volume de la DNB au Canada et aux États-Unis

Quarterly percentage change, seasonally adjusted
Taux trimestriels de variation, données désaisonnalisées



Domestic and external demand

In an environment of generally declining interest rates and rising consumer and business confidence,* real GNE increased by 4 per cent during the first half of 1985. Thus the cumulative advance in output from the cyclical trough in the fourth quarter of 1982 has been 14 per cent, an expansion comparable to the average experience of the four preceding recoveries (Chart II). Relative to the previous cyclical peak in mid-1981, the level of output by the second quarter of this year was 6 1/2 per cent higher.

Consumer spending on goods and services increased in volume by about 5 1/4 per cent in the first half of 1985 – a notable pickup from 1984. Real personal disposable income rose rapidly at a 6 1/2 per cent annual rate reflecting steady gains in labour income generated primarily by continued growth in employment, and little change in personal income tax payments.

Automobile purchases again provided much of the boost to consumption as sales rose to a record annual rate of 1.1 million units (seasonally adjusted) during the first half of the year. While sales of overseas-produced passenger cars were particularly strong towards mid-year, sales of North American-produced cars were aided by the low financing rates offered by most manufacturers. Given the income gains noted above, expenditures on semi-durable and non-durable items as well as services also grew strongly. Despite the relative strength of consumption, the personal savings rate remained high by historical standards at 14 per cent of income.

From a very low level of activity at the start of this year,

* The Conference Board of Canada quarterly surveys of Consumer Attitudes and Business Attitudes each showed increases in confidence in the first two quarters of 1985.

La demande intérieure et la demande extérieure

La DNB réelle a augmenté de 4 % au premier semestre de 1985, dans un climat de baisse généralisée des taux d'intérêt et de regain de la confiance chez les consommateurs et les entreprises*. Ainsi, l'accroissement cumulatif de la production à partir du creux cyclique enregistré au dernier trimestre de 1982 a été de 14 %, soit un chiffre comparable à la moyenne obtenue pour les quatre reprises précédentes (voir Graphique II). Le niveau de la production au deuxième trimestre de 1985 a dépassé de 6,5 % le sommet cyclique atteint au milieu de 1981.

Les dépenses de consommation en biens et services ont augmenté en termes réels d'environ 5 1/4 % au premier semestre de 1985, ce qui constitue une amélioration remarquable par rapport à 1984. Quant au revenu réel disponible des ménages, il a augmenté à un rythme annuel de 6 1/2 %, qui reflète l'augmentation constante des revenus du travail imputable essentiellement au fait que l'emploi a continué d'augmenter tandis que l'impôt sur le revenu payé par les ménages restait pratiquement fixe.

Les achats d'automobiles ont de nouveau apporté la plus forte contribution à la croissance des dépenses de consommation, avec un record en chiffres annuels désaisonnalisés de 1,1 million d'unités pour le premier semestre de l'année. Si les ventes des voitures de tourisme fabriquées outre-mer ont connu un essor particulièrement marqué vers le milieu de l'année, celles des modèles produits en Amérique du Nord ont été stimulées par les bas taux de financement offerts par la majorité des fabricants. Les dépenses tant en biens semi-durables et non durables qu'en services ont fortement augmenté par suite de l'accroissement des revenus mentionné précédemment. Malgré la vigueur relative de la consommation, la proportion de l'épargne des particuliers par rapport au revenu s'est maintenue à 14 %, niveau élevé comparativement aux taux enregistrés dans le passé.

* Les enquêtes trimestrielles du Conference Board sur les attitudes des consommateurs et des entreprises font toutes deux état d'un regain de confiance au cours des deux premiers trimestres de 1985.

Chart II — Cyclical comparison of recoveries
Graphique II — Comparaison entre les reprises cycliques

Gross National Expenditure in constant dollars
Dépense nationale brute en dollars constants

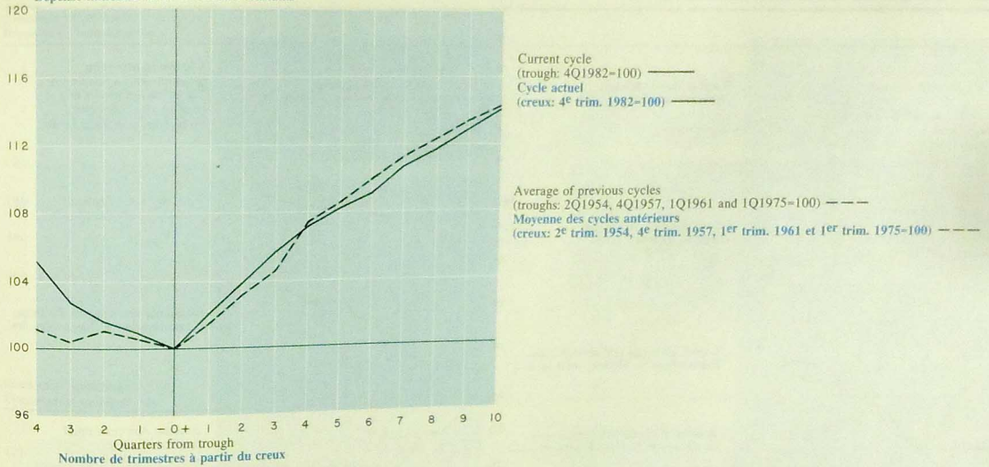
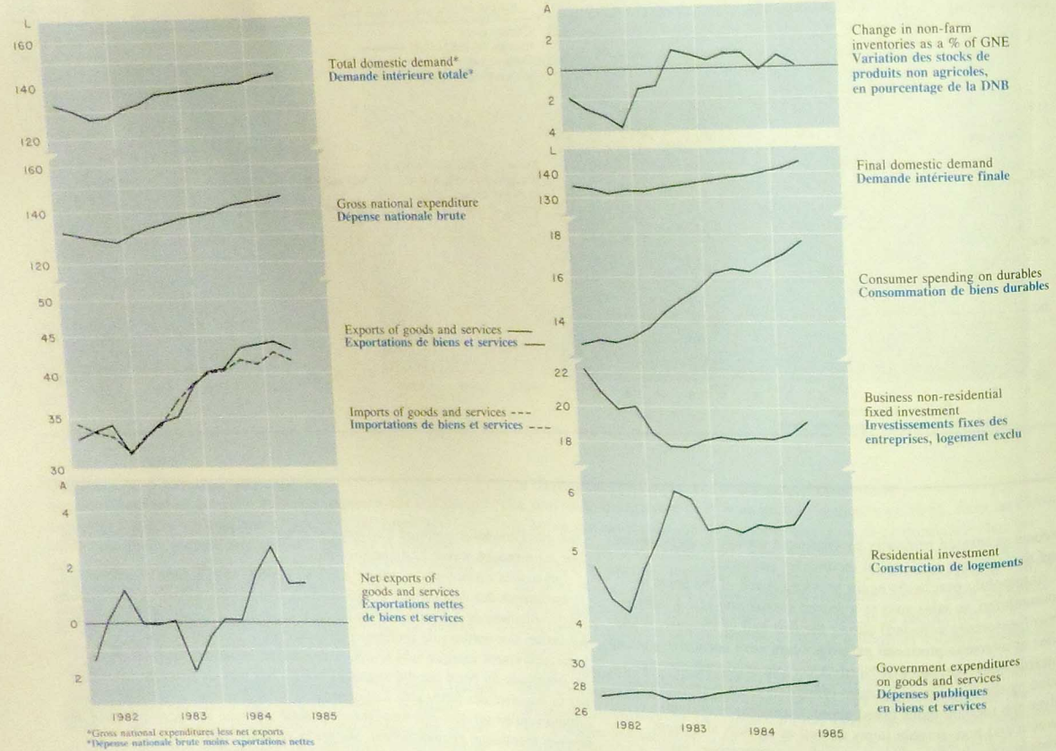


Chart III / Graphique III — Domestic and foreign demand / Demande intérieure et demande extérieure

Billions of constant 1971 dollars, seasonally adjusted at annual rates
Milliards de dollars de 1971, données désaisonnalisées, chiffres annuels

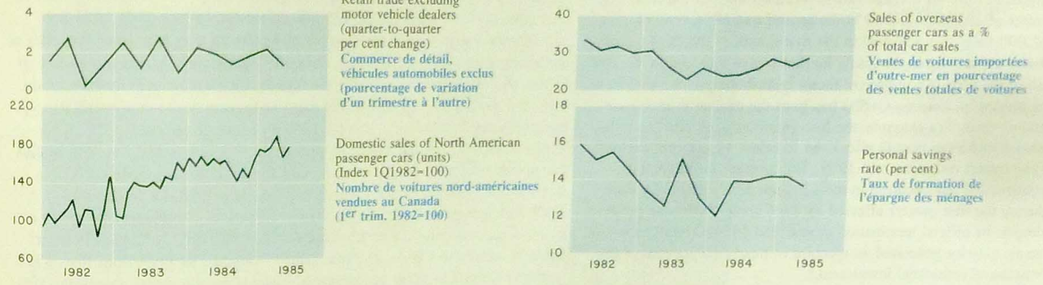


*Gross national expenditures less net exports
*Dépense nationale brute moins exportations nettes

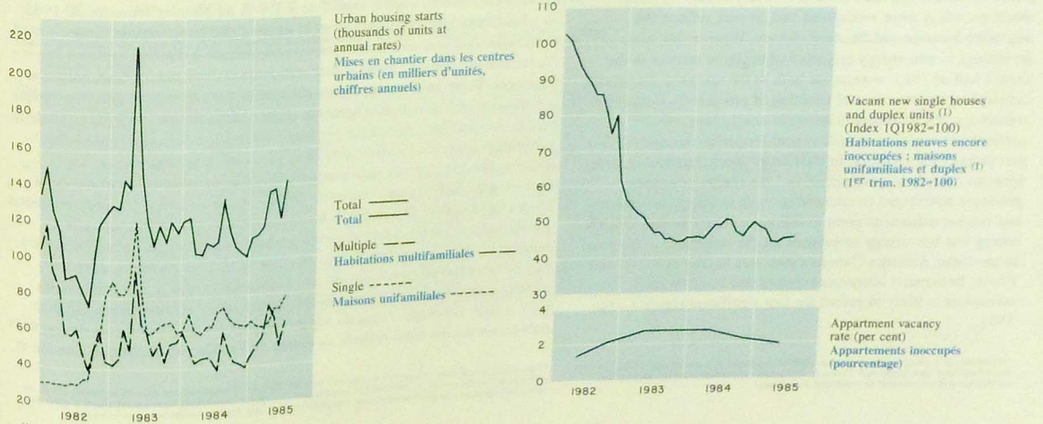
Chart IV / Graphique IV — Selected demand indicators / Indicateurs de l'évolution de la demande

Seasonally adjusted
Données désaisonnalisées

Consumer expenditures
Dépenses de consommation



Residential investment
Construction de logements



(1) Seasonally adjusted by Bank of Canada
(1) Données désaisonnalisées par la Banque du Canada

residential investment has strengthened steadily. Housing starts have risen from an average rate of 125,000 units in the first quarter of 1985 to 155,000 in the second quarter; a level of 162,000 units was achieved in the first month of the third quarter. Moreover, activity in the resale market was at a record in the first half of the year. An important factor contributing to this pickup in the residential housing market has been the decline in mortgage lending rates. For example, the five-year mortgage rate has fallen from over 15 per cent in mid-1984 to below 12 per cent currently – the lowest rate since mid-1979. The increase in residential construction has occurred in most regions with starts in Quebec during the first quarter affected by the Corvée Habitation program despite its official termination at year end 1984. Overall, new and resale activity generated an increase of nearly 10 per cent in the volume of residential investment.*

The volume of business fixed investment, which typically lags an upturn in aggregate demand, increased at a 7 1/4 per cent annual rate during the first half of 1985, following a prolonged period of decline and then hesitant recovery (Chart V). This recent growth is more widespread and, in part, reflects the improving business and financial climate. Whereas business investment in non-energy projects had begun to recover in the second half of 1983, in response both to the upturn in economic activity and to more general adoption of productivity-enhancing technology, the weakness in domestic energy investment continued to moderate overall capital formation through the first two years of the recovery. In the energy sector, the new accords between the federal government and the energy-producing provinces contributed to renewed strength in energy investment and current indications point to still more robust growth in both energy and non-energy investment for the remainder of the year. In particular, Statistics Canada's mid-year Survey of Public and Private Investment Intentions suggests that business fixed investment is likely to record the first significant increase since 1981.

* Purchases of existing houses are not included in residential investment expenditures as they do not represent new production. However, real estate commissions do represent current production and are recorded as residential investment.

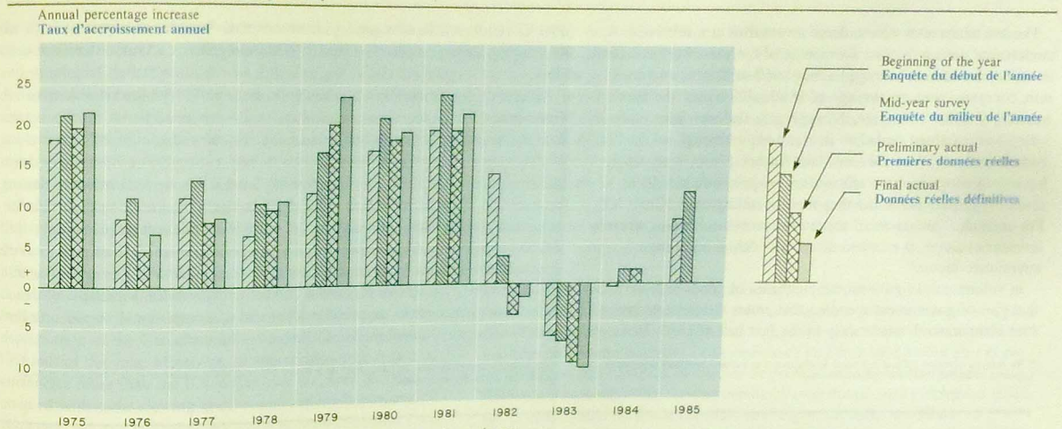
La construction de logements, où l'activité était très faible au début de l'année, s'est depuis raffermie de façon régulière. Les mises en chantier sont en effet passées d'une moyenne de 125 000 au premier trimestre de 1985 à 155 000 au deuxième trimestre; au premier mois du troisième trimestre, elles se chiffraient à 162 000. De plus, les ventes de logements existants ont atteint un niveau record au premier semestre de l'année. Ce redressement du marché du logement s'explique pour une bonne part par le recul des taux d'intérêt hypothécaires. Par exemple, de l'été 1984 à ce jour, le taux des prêts hypothécaires à 5 ans est tombé de plus de 15 % à moins de 12 %, soit le plus bas niveau enregistré depuis le milieu de l'année 1979. La reprise de la construction résidentielle s'est manifestée dans la plupart des régions; au Québec, le programme Corvée Habitation a continué d'influencer les mises en chantier au cours du premier trimestre de 1985 bien qu'il soit officiellement arrivé à son terme à la fin de 1984. Dans l'ensemble, les opérations liées à la construction et à la vente de logements existants ont augmenté d'environ 10 % le volume des investissements dans ce secteur*.

Le volume des investissements fixes des entreprises, dont les points de redressement suivent normalement ceux de la demande globale avec un certain retard, s'est accru au rythme annuel de 7 1/4 % au premier semestre de 1985, au terme d'une longue période de recul suivie d'une faible reprise (voir Graphique V). Cette croissance récente s'est étendue à d'autres secteurs de l'économie et reflète en partie l'amélioration de la conjoncture économique et financière. Si les investissements des entreprises dans le secteur non énergétique ont commencé à se redresser depuis le second trimestre de 1983 par suite de la reprise de l'activité économique et d'une implantation plus généralisée des techniques axées sur l'amélioration de la productivité, le bas niveau des investissements du secteur énergétique a continué de ralentir le rythme de la formation de capital dans l'ensemble de l'économie au cours des deux premières années de la reprise. D'autre part, les nouveaux accords conclus entre le gouvernement fédéral et les provinces productrices d'énergie ont contribué à stimuler de nouveau les investissements dans le secteur énergétique, et les données récentes laissent entrevoir une croissance encore plus forte dans les secteurs énergétique et non énergétique durant le restant de l'année. On peut citer, à titre d'exemple, l'enquête sur les intentions d'investissements des secteurs public et privé qui a été réalisée au milieu de l'année par Statistique Canada et

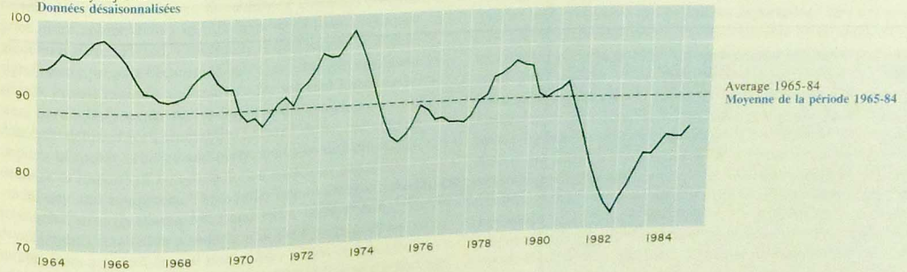
* Les achats de maisons existantes n'entrent pas dans les dépenses d'investissement dans le logement, car ils ne sont pas des opérations de production. Les commissions des agents immobiliers représentent, quant à elles, des opérations courantes de production et sont comptabilisées comme des investissements dans le logement.

Chart V A comparison of planned increases in business investment outlays (excluding institutions)
Graphique V Évolution des taux d'accroissement prévus des dépenses d'investissement des entreprises (institutions exclues)

Public and private investment survey
Enquête sur les investissements des secteurs public et privé



Rates of capacity utilization in manufacturing, excluding energy and transportation equipment
Taux d'utilisation des capacités dans l'industrie manufacturière, énergie et équipement de transport exclus



The business sector accumulated inventories at a relatively modest rate during the first six months of the year. Real non-farm inventory investment averaged about $650 million at an annual rate, compared with an average of $860 million over the four quarters of 1984. Moreover, the aggregate stock-to-sales ratio, which has remained far below its trend value throughout the current recovery, declined somewhat further. Firms increasingly have been adopting more efficient techniques to reduce their inventory requirements and thus their operating costs (Chart VI). For example, "just-in-time" inventory control techniques whereby inventories arrive as required are now widely used in the automotive sector.*

In volume terms, government purchases of goods and services – that part of government spending that enters directly into GNE – rose comparatively moderately in the first half of 1985. However, the total government sector deficit increased by almost $4 billion on a national income accounts basis to $32 billion. The provincial and municipal deficit position was little changed, while the federal deficit widened by $4.7 billion. A slowing in the growth in revenues from direct taxes on persons occurred at both levels of government but the decline in these revenues at the provincial and municipal level was offset by a temporary acceleration in the growth of transfers from the federal government.

Following two years of exceptionally rapid growth, there was little change in the first half of 1985 in the volume of goods and services exported. Canadian exports to the United States were affected adversely by weaker growth in the U.S. economy and by domestic capacity limitations, particularly in the automobile industry. These factors appear to have offset the impact of the depreciation of the Canadian dollar against the U.S. dollar in the first half of the year. Moreover, an appreciation with respect to currencies other than the U.S. dollar over the same period, coupled with some slowing in economic activity in overseas countries, led to a reduction in exports to those countries. There were, however, some significant swings in certain export categories. Exports of crude petroleum and natural gas grew rapidly partly in response to the ability of Canadian producers to price more competitively in U.S. markets as some regulatory guidelines were relaxed. Conversely, wheat exports declined significantly, in part because of last year's drought conditions in certain Prairie regions, and markets for selected forest products were particularly weak. As for imports, the continuing strength in domestic demand for automobiles induced strong increases in imports of motor vehicles and parts, increases that offset the declines in imports of non-automotive consumer goods and machinery and equipment. These latter import categories had rebounded strongly during 1983 and 1984. Overall trade developments resulted in a reduction in the current account surplus from a record annual rate of $4.1 billion (seasonally adjusted) in the second half of 1984 to $2.2 billion in the first half of 1985.*

* An analysis of recent cyclical and trend developments in business inventory investment appeared in the July 1985 issue of this Review.

* Balance of payments developments in 1984 are discussed in the July 1985 issue of this Review.

dont les résultats indiquent que les investissements fixes des entreprises devraient, pour la première fois depuis 1981, enregistrer un taux de croissance élevé.

Le secteur des entreprises a accumulé des stocks à un rythme relativement faible durant les six premiers mois de l'année. En termes réels, les investissements en stocks des entreprises non agricoles se sont établis à un niveau moyen de quelque 650 millions de dollars, contre 860 millions pour les quatre trimestres de 1984. En outre, le ratio Stocks-Ventes de l'ensemble des secteurs, qui est demeuré bien en-deçà de sa tendance tout au long de la relance actuelle, a encore fléchi quelque peu. Les entreprises utilisent de plus en plus des techniques plus efficaces pour réduire leurs besoins en stocks et par conséquent leurs frais de fonctionnement (voir Graphique VI). Par exemple, un grand nombre d'entreprises du secteur de l'automobile utilise actuellement des techniques «ponctuelles» de contrôle des stocks, qui consistent à se procurer les marchandises au moment précis où elles en ont besoin*.

* On trouvera dans la livraison de juillet 1985 de la Revue une analyse des tendances et de l'évolution cyclique récente des stocks des entreprises.

Chart VI Non-farm business inventories
Graphique VI Stocks des entreprises non agricoles



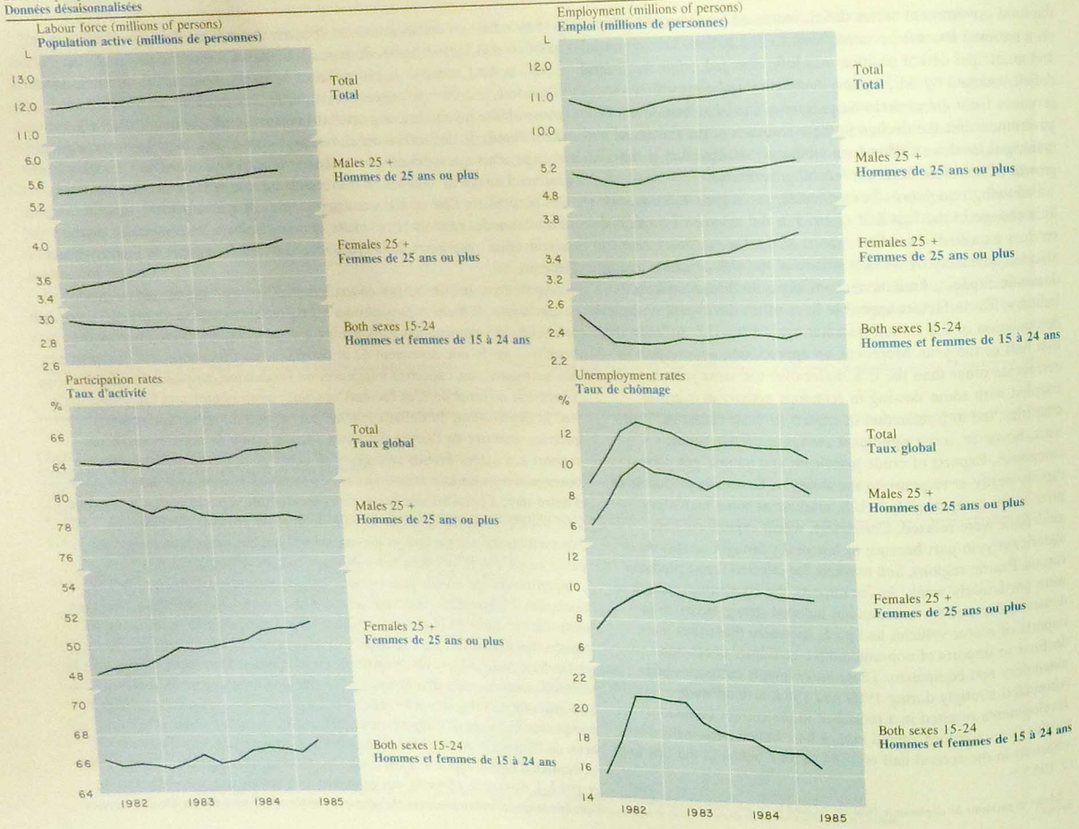
*Sales = purchases of consumer goods + private fixed investment + exports of goods less imports of goods + government non-wage expenditure
*Ventes = achats de biens de consommation + investissements fixes du secteur privé + exportations de biens moins importations de biens + dépenses du secteur public (salaires exclus)

Les achats en dollars constants de biens et services effectués par le secteur public – soit la tranche des dépenses publiques qui entre directement dans la DNB – se sont accrus à un rythme assez modéré au premier semestre de 1985. Toutefois, le déficit global enregistré par le secteur public en termes de comptabilité nationale a augmenté d'environ 4 milliards pour s'établir à 32 milliards de dollars. Le déficit des provinces et des municipalités n'a guère changé, alors que celui du gouvernement fédéral s'est accru de 4,7 milliards de dollars. Le taux de croissance des recettes représentées par les impôts directs des particuliers s'est ralenti aux deux niveaux de gouvernement, mais la diminution des recettes provinciales et municipales a été compensée par une accélération temporaire de la croissance des transferts reçus du gouvernement fédéral.

Après deux ans de croissance exceptionnellement forte, le volume des exportations de biens et services est resté pratiquement fixe au premier semestre de 1985. Les exportations canadiennes à destination des États-Unis ont été touchées par le ralentissement de la croissance de l'économie américaine et par les limitations des capacités intérieures de production, en particulier dans l'industrie automobile. Ces facteurs semblent avoir contrecarré l'incidence qu'a eue la dépréciation du dollar canadien par rapport au dollar américain au premier semestre de l'année. En outre, l'appréciation de notre monnaie par rapport aux autres devises étrangères au cours de la même période, qui s'est conjuguée à un certain ralentissement de l'activité économique dans les pays d'outre-mer, a entraîné une baisse des exportations vers ces pays. La situation s'est toutefois inversée pour un certain nombre de produits d'exportation. Les exportations de pétrole brut et de gaz naturel ont rapidement augmenté en partie parce que les producteurs canadiens ont pu vendre à des prix plus compétitifs sur les marchés américains, où certaines réglementations ont été assouplies. Inversement, les exportations de blé ont fléchi considérablement, en particulier à cause de la sécheresse qui a sévi l'année dernière dans certaines régions des Prairies, et les marchés de quelques produits forestiers ont été particulièrement faibles. Au chapitre des importations, la vigueur continue de la demande intérieure d'automobiles a provoqué une forte augmentation des importations de véhicules automobiles et de pièces, qui a eu pour effet de compenser la baisse des importations de biens de consommation autres que ceux de l'industrie automobile, d'outillage et d'équipement. Ces dernières catégories d'importations avaient connu un redressement remarquable en 1983 et 1984. L'évolution générale des échanges s'est soldée par une réduction de l'excédent de la balance courante, qui est passée d'un record, en chiffre annuel

Chart VII Labour markets
Graphique VII Marché du travail

Seasonally adjusted
Données désaisonnalisées



Output, employment and productivity

Gross domestic product in constant 1971 prices grew at an annual rate of about 3 1/2 per cent during the first half of 1985 with the service sector outperforming the goods-producing sector for the first time in the upturn. Reflecting the growth in consumer outlays and the volume of activity in the market for existing houses, both the trade and finance, insurance and real estate groupings led the gains in the service sector. Of the goods-producing industries, automobile production declined in the first half of 1985 because of capacity constraints and some temporary closures for retooling. In a number of resource-based industries production either fell or was unchanged as these industries continued to face difficulties associated with weak commodity prices and excess supplies worldwide. Construction activity showed renewed vigour towards mid-year, consistent with rising residential and non-residential investment.

In response to steady gains in production, employment rose at an annual rate of 2.4 per cent in the first half of 1985 and at mid-year was 2.1 per cent above its previous cyclical peak in the summer of 1981. Unlike 1984, part-time employment has increased much faster than full-time. Increases in employment, as in output, have occurred in the service sector while employment in goods-producing industries actually declined. Regionally employment growth was strongest in Ontario and Quebec with only the Atlantic region registering a decline. The overall rate of unemployment in July remained high at 10.4 per cent, the strong increase in employment being partly offset by greater participation in the work force.

The increases in employment were accompanied by a slowdown in the rate of growth of productivity, as measured by output (real GNE) per worker. This is not an uncommon occurrence at this stage in the business cycle: initial increases in demand tend to be met by the existing work force and generate new employment opportunities only later. In any case, the level of productivity has risen substantially since the cyclical trough in the fourth quarter of 1982.

Costs and prices

The level of prices rose somewhat more rapidly in the first half of 1985 as the Consumer Price Index (CPI) increased at an annual

La production, l'emploi et la productivité

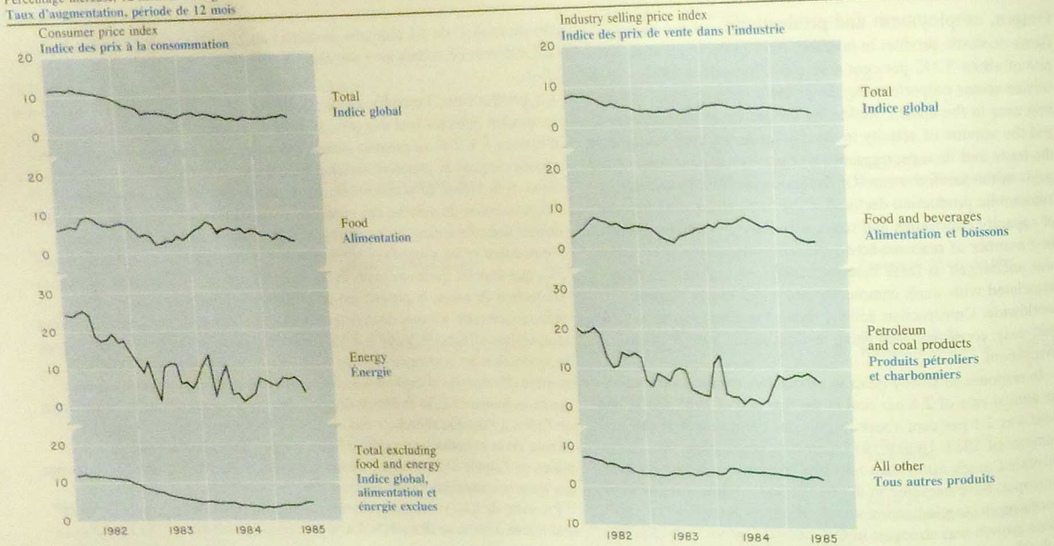
Le produit intérieur brut aux prix de 1971 s'est accru à un taux annuel d'environ 3 1/2 % au premier semestre de 1985, pendant lequel le secteur des services a, pour la première fois depuis le début de la reprise, surclassé celui des biens. À la faveur de la croissance des dépenses de consommation et de l'augmentation du volume des ventes de maisons existantes, les entreprises de distribution, d'une part, et les entreprises spécialisées dans le financement, l'immobilier et les assurances, d'autre part, ont augmenté leur chiffre d'affaires plus que tous les autres groupes du secteur des services. Au chapitre de la production de biens, la production de véhicules automobiles a diminué au premier semestre à cause de contraintes de capacités et de certaines fermetures temporaires effectuées parce que les firmes voulaient réadapter leur outillage à la production de nouveaux modèles. Par ailleurs, la production d'un certain nombre d'industries d'exploitation des ressources naturelles a baissé ou est restée inchangée car la faiblesse des prix des matières premières et l'abondance de l'offre à l'échelle mondiale ont continué à leur créer des problèmes. Le secteur de la construction, quant à lui, a connu un regain d'activité vers le milieu de l'année avec l'augmentation des investissements tant dans le logement que dans la construction non résidentielle.

Par suite de l'accroissement continu de la production, le niveau de l'emploi s'est relevé à un taux annuel de 2,4 % au premier semestre de 1985 pour dépasser de 2,1 %, au milieu de l'année, le dernier sommet cyclique enregistré pendant l'été 1981. Contrairement à ce qui s'est passé en 1984, le nombre de travailleurs à temps partiel a augmenté davantage que celui des travailleurs à temps plein. L'emploi, comme la production, a augmenté dans le secteur des services, tandis qu'il a diminué dans les industries productrices de biens. À l'échelle régionale, c'est au Québec et en Ontario que la croissance de l'emploi a été la plus forte; la seule région où une baisse a été observée est celle de l'Atlantique. Le taux de chômage dans l'ensemble du pays est resté en juillet à 10,4 %, la forte augmentation de l'emploi ayant été en partie contrecarrée par une hausse du taux d'activité.

L'augmentation de l'emploi s'est accompagnée d'un ralentissement du rythme de croissance de la productivité, définie comme la production (DNB en termes réels) par travailleur. Cela n'est pas rare à ce stade du cycle économique où les premières augmentations de la demande tendent à être satisfaites par la main-

* L'évolution de la balance des paiements en 1984 a été analysée dans le numéro de juillet 1985 de la Revue.

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



rate of 4 1/2 per cent compared with 3 1/3 per cent in the last half of 1984 (Chart VIII).* The depreciation of the Canadian dollar vis-à-vis the U.S. dollar was a contributing factor to this rise, though there were several special factors which also contributed importantly. In particular, regulated prices rose sharply (Chart IX). Most notable were the increase in energy prices and increases in other federal and provincial indirect taxes. The Petroleum Compensation Charge was increased in late November 1984** and, with the full impact of this increase being felt in the first quarter of 1985, energy prices in the CPI rose by 8.3 per cent in the first half of the year. In addition, most provincial budgets this spring and the May 1985 federal Budget contained significant increases in taxes on alcohol and tobacco products. Air fares also rose in the first quarter following reductions in rates offered in late 1984. Among the non-regulated prices, automobile prices were notable as a further increase was posted in the first quarter of 1985 in addition to that which accompanied the introduction of the new model year in the fall of 1984.

In contrast, the prices of food, semi-durables and services rose

* On a year-over-year basis the rate of increase in the CPI rose from 3.8 per cent in December 1984 to 4.1 per cent in June 1985.
** The Petroleum Compensation Charge was a tax on oil consumption which was used to compensate producers of "new" oil and users of imported oil. It was eliminated in June 1985.

d'oeuvre existante, ce qui retarde la création d'emplois. Le niveau de productivité s'est tout de même accru sensiblement par rapport au creux cyclique du dernier trimestre de 1982.

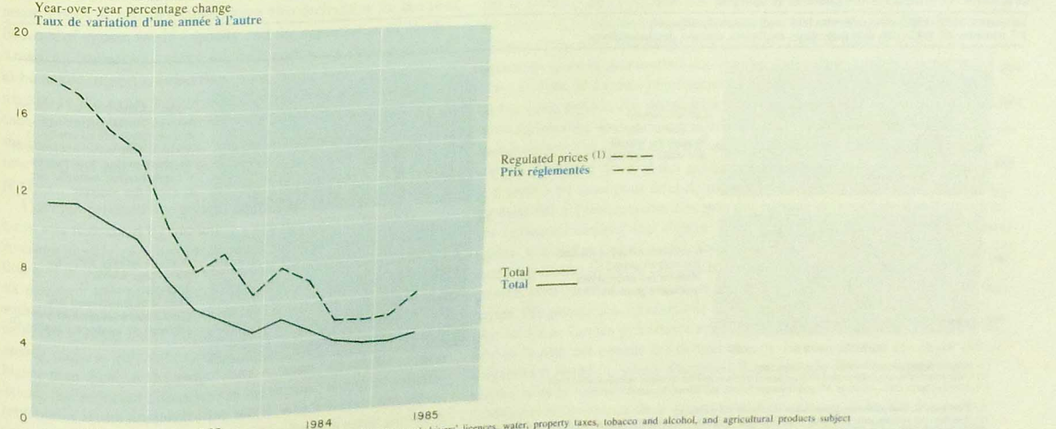
Les coûts et les prix

La hausse des prix s'est légèrement accélérée au premier semestre de 1985, alors que l'indice des prix à la consommation augmentait à un rythme annuel de 4 1/2 %, comparativement à 3 1/3 % au dernier semestre de 1984 (voir Graphique VIII)*. La dépréciation du dollar canadien vis-à-vis du dollar américain a contribué à cette hausse, mais d'autres facteurs spéciaux y ont également joué un rôle important. Les prix réglementés, par exemple, sont montés en flèche, comme le montre le Graphique IX. Les augmentations les plus fortes ont été celles des prix de l'énergie et des autres impôts indirects des gouvernements fédéral et provinciaux. La redevance d'indemnisation pétrolière a été majorée à la fin de novembre 1984* et, comme les effets de cette mesure se sont fait pleinement sentir au premier trimestre de 1985, la composante «énergie» de l'IPC a enregistré une hausse de 8,3 % au premier semestre de l'année. En outre, la plupart des budgets provinciaux déposés au printemps ainsi

* D'une année à l'autre, le taux d'augmentation de l'IPC est passé de 3,8 % en décembre 1984 à 4,1 % en juin 1985.

*La redevance d'indemnisation pétrolière est un impôt sur la consommation de pétrole dont le produit servait à indemniser les producteurs de pétrole «nouveau» et les utilisateurs de pétrole importé. Elle a été abolie en juin 1985.

Chart IX Consumer price index
Graphique IX Indice des prix à la consommation



(1) Includes energy, public transportation, communications, vehicle registration fees and drivers' licences, water, property taxes, tobacco and alcohol, and agricultural products subject to regulation.
(1) Comprend l'énergie, les transports publics, les communications, les droits d'immatriculation des véhicules et les permis de conduire, l'eau, l'impôt foncier, le tabac et l'alcool, et les produits agricoles réglementés.

Chart X
Graphique X **Indices des prix des produits faisant l'objet d'échanges internationaux**

1st quarter 1982=100
1er trimestre de 1982=100

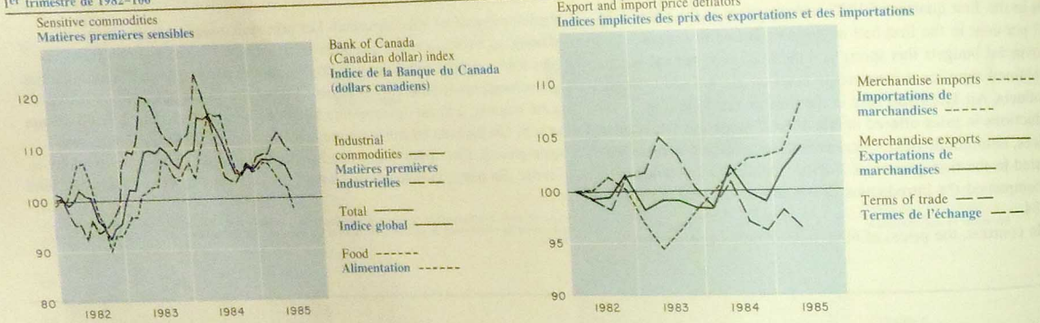
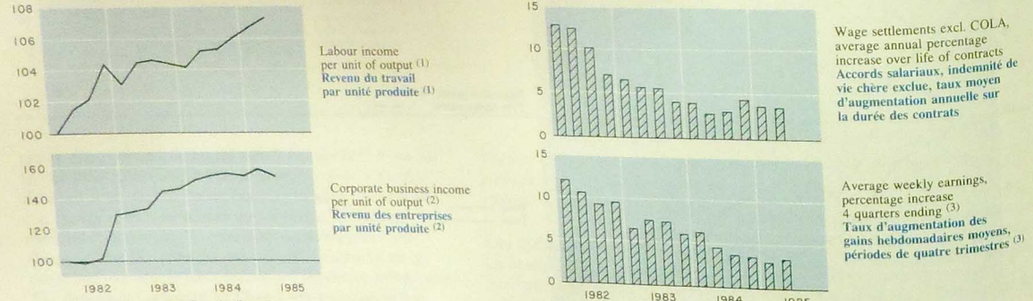


Chart XI
Graphique XI **Indices des coûts de production**

1st quarter 1982=100, unless otherwise indicated, seasonally adjusted
1er trimestre de 1982=100, sauf indications contraires, données désaisonnalisées



(1) Includes supplementary benefits and military pay
(2) Corporate profits, corporate capital consumption allowances and the inventory valuation adjustment
(3) Prior to March 1983, based on All-establishment Survey and labour income

(1) Y compris les prestations supplémentaires et la solde des militaires
(2) Bénéfices des sociétés, provision pour amortissement du capital des sociétés et ajustement de réévaluation des stocks
(3) Avant mars 1983, ces données provenaient de l'enquête auprès de l'ensemble des entreprises et des chiffres des revenus du travail

less rapidly than the CPI in total. The rate of growth in food prices has been trending down for over a year now reflecting abundant supplies of most products. In June the food component of the CPI stood 2.6 per cent above its level of a year ago. In the case of price increases of semi-durables and services, unit labour costs continued to be a moderating factor.

The Industrial Selling Price Index rose by 2.7 per cent during the first half of 1985 as producer prices were still restrained by the global weakness in commodity prices (Chart X). Overall, the rate of increase of prices in the food industry was very moderate and prices in the slaughtering and meat packing industry actually fell below year-earlier levels. Cattle and hog prices were under downward pressure during this period because of heavy slaughterings by many North American livestock producers as profit margins were squeezed despite the decline in feed grain costs. The declines in grain prices stemming from good worldwide harvests have also reduced input costs for other food-related items. Prices of primary metals have also declined in the last year. Because of excess world capacity and the appreciation of North American currencies against overseas currencies, there continued to be heavy import competition in the North American metals market. In the paper industry, a substantial rise in world pulp capacity within the last year was one factor responsible for recent sharp declines in pulp prices. Import competition has also restrained the rate of price increase of textiles and knitted products.

Although productivity growth slowed, the rise in unit labour costs was restrained by moderate wage increases (Chart XI). Average weekly earnings increased at a 3.7 per cent rate in the first half of 1985 – up from the rate of increase in the previous six months – and private and public sector wage settlements without COLA clauses decelerated to 3.6 per cent. However, wage increases granted under major collective agreements differed among regions with settlements negotiated in central Canada higher than those in the western and Atlantic regions. To some extent, this reflected differences in the regions' industrial structure; settlements in the manufacturing sector, which is concentrated in central Canada, tended to be higher than those in other sectors. In addition, the wage settlements negotiated by the public sector in Ontario were higher than those in other regions.

que le budget fédéral présenté en mai 1985 prévoyaient des relèvements importants des taxes sur les boissons alcooliques et les produits du tabac. Le prix des billets d'avion a aussi augmenté au premier trimestre après les réductions de tarifs annoncées à la fin de 1984. Parmi les prix non réglementés, il y a lieu de mentionner ceux des véhicules automobiles, qui ont été majorés au premier trimestre de 1985, après l'augmentation qui avait accompagnée l'arrivée des nouveaux modèles, à l'automne de 1984.

Par contre, les prix des produits alimentaires, des biens semi-durables et des services se sont accrus moins rapidement que l'indice d'ensemble des prix à la consommation. La hausse des prix des produits alimentaires tend à se ralentir depuis plus d'un an déjà, ce qui traduit l'abondance de la plupart de ces produits. En juin, les prix des produits alimentaires avaient augmenté de 2,6 % par rapport au même mois de l'année précédente. Par ailleurs, les coûts unitaires de main-d'oeuvre ont continué d'exercer une influence modératrice sur le renchérissement des biens semi-durables et des services.

L'indice des prix de vente dans l'industrie a augmenté de 2,7 % au premier semestre de 1985 pendant que les prix à la production étaient encore contenus par la faiblesse de l'ensemble des prix des matières premières (voir Graphique X). Globalement, le taux d'augmentation des prix dans le secteur de l'alimentation a été très faible, et les prix en vigueur dans le secteur de l'abattage et de la préparation des viandes sont même tombés par rapport à leurs niveaux de l'année précédente. Les prix du bovin et du porc ont subi durant cette période des pressions à la baisse imputables au fait que les éleveurs nord-américains, dont les marges bénéficiaires s'amenuisaient en dépit de la baisse du prix des grains de provende, ont abattu une grande partie de leur cheptel. La baisse des prix des grains liée aux bonnes récoltes enregistrées dans le monde a eu aussi pour effet de réduire le coût des intrants de certains autres produits liés à l'alimentation. Les prix des métaux de première transformation ont également diminué l'an dernier. L'existence de capacités excédentaires au niveau mondial et l'appréciation des monnaies nord-américaines par rapport aux monnaies d'outre-mer ont fait que la concurrence des importations sur le marché nord-américain des métaux a continué d'être forte. Dans le secteur du papier, l'augmentation substantielle de la capacité mondiale de production de pâte survenue l'année précédente est l'une des causes de la forte baisse que les prix de la pâte ont connue ces derniers temps. La concurrence des importations a également limité le rythme d'augmentation des prix dans le secteur des textiles et de la bonneterie.

Même si la croissance de la productivité s'est ralentie, la hausse des coûts unitaires de main-d'oeuvre a été limitée par la faiblesse des hausses salariales consenties (voir Graphique XI). Les gains hebdomadaires moyens ont augmenté

au premier semestre de 1985 de 3,7 % – chiffre supérieur au taux observé durant le semestre précédent – et les taux d'augmentation stipulés dans les accords salariaux sans clause d'indemnité de vie chère conclus dans les secteurs public et privé se sont ralentis pour se situer à 3,6 %. On observe toutefois des différences entre les régions; en effet, les augmentations consenties dans les provinces centrales du pays ont été plus élevées que celles accordées dans l'Ouest et dans les provinces atlantiques. Ce phénomène reflète dans une certaine mesure les différences existant dans la structure industrielle des régions; les taux d'augmentation négociés dans le secteur manufacturier, qui est concentré dans les provinces centrales, ont eu tendance à être supérieurs à ceux consentis dans les autres secteurs. De plus, les taux d'augmentation dans le secteur public de l'Ontario ont été plus élevés que ceux qui ont été négociés dans les autres régions.

Record of press releases

Communiqués reproduits à titre documentaire

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

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

Department of Finance
1 September 1985

Canadian Commercial Bank and Northland Bank

The Honourable Barbara McDougall, Minister of State (Finance) announced today that the Inspector General of Banks advised the Minister of Finance and herself that the Canadian Commercial Bank and Northland Bank were no longer viable and they could not pay their liabilities as they came due. Earlier in the day the Inspector General had reported to the Governor of the Bank of Canada that these banks were no longer viable. Consequently the Bank of Canada has ceased to provide liquidity support to the two banks. The Minister of Finance has therefore taken action to appoint curators to both banks.

Minister McDougall said: "In accordance with provisions of the Bank Act curators have been appointed at 7 p.m. EDT, Sunday, September 1, 1985 to take over the management of the banks' affairs. The curators and employees of the banks will be completing preparations for opening on Wednesday, September 4th."

"The problems encountered by the Canadian Commercial Bank and Northland Bank each reflect particular and unique circumstances", said the Minister. "It is clearly not in the best interest of our financial system as a whole to allow institutions to continue to function after they have ceased to be viable operations. The Canadian banking system remains among the most stable in the world. These two banks comprise less than 1% of the total assets of the Canadian banking system."

Canadian Commercial Bank

In March of this year a joint private sector and federal and provincial government support package was provided to the Canadian Commercial

Ministère des Finances
le 1er septembre 1985

Banque Commerciale du Canada et Norbanque

L'honorable Barbara McDougall, ministre d'État aux Finances, a annoncé aujourd'hui que l'Inspecteur général des banques l'avait informée ainsi que le ministre des Finances que la Banque Commerciale du Canada et la Norbanque n'étaient plus viables et ne pouvaient faire face à leurs engagements à échéance. L'Inspecteur général avait signalé au gouverneur de la Banque du Canada plus tôt dans la journée que ces banques n'étaient plus viables. Aussi la Banque du Canada a-t-elle cessé de leur fournir des liquidités de soutien. En conséquence, le ministre des Finances a entrepris de désigner des curateurs aux deux banques.

La ministre McDougall a déclaré : «Conformément aux dispositions de la Loi sur les banques, des curateurs ont été nommés à 19 h. HAE le dimanche 1er septembre 1985 pour prendre en main la gestion des banques. Les curateurs et les employés des banques prépareront la réouverture des institutions le mercredi 4 septembre.»

«Les problèmes éprouvés par la Banque Commerciale du Canada et la Norbanque reflètent une situation tout à fait à part», a précisé la Ministre. «Il n'est manifestement pas dans l'intérêt général de notre système financier de laisser des institutions continuer à fonctionner lorsque leur exploitation n'est plus viable. Le système bancaire canadien reste l'un des plus stables au monde. Ces deux banques représentent moins de 1 pour cent de l'actif total du système bancaire canadien.»

Banque Commerciale du Canada

En mars 1985, un ensemble de mesures de soutien avait été accordé conjointement par le secteur privé et les autorités fédérales et provinciales à la Banque Commerciale du Canada. À la lumière des avis donnés au ministre des Finances par l'Inspecteur général des banques et des mesures prises aujourd'hui par la Banque du Canada, aucun soutien supplémentaire ne peut être apporté à la Banque Commerciale du Canada. Une demande

Bank. In light of the advice given to the Minister of Finance by the Inspector General of Banks and the actions taken by the Bank of Canada today, no further support to the Canadian Commercial Bank is possible. A court order will be sought shortly under the Winding Up Act to liquidate the Canadian Commercial Bank.

Northland Bank

As to Northland Bank, the Ministers are prepared to accommodate the belief of the Board of Directors of the bank that, given the circumstances, the business of Northland might be preserved through a reorganization or amalgamation. Consequently, it was agreed that the Northland Bank will have a limited time period to seek to reorganize its affairs or amalgamate with another financial institution. Northland has stated that it will work with the curator and will initiate attempts to arrange such a reorganization or amalgamation.

Mrs. McDougall indicated that the Government is prepared to work with Northland to try to effect a reorganization or amalgamation. This is consistent with the Government's recognition of the useful role played by regional financial institutions.

Mrs. McDougall stated: "The Government is sensitive to the fact that the appointments of curators will inconvenience customers of the two banks. Every effort will be made by the curators, working with the Bank of Canada and other government agencies, to minimize any inconvenience."

Mrs. McDougall affirmed: "The Government's first priority remains the depositors of the banks."

It is legally necessary to launch immediately a winding up application for each bank. In the case of Canadian Commercial Bank, it will be proceeded with as quickly as possible. In the case of Northland Bank the court will be asked to postpone the appointment of a provisional liquidator to allow time to work out a reorganization or amalgamation. The legal requirements necessary to allow CDIC to make payments to insured depositors will, however, be taken as quickly as possible.

In accordance with the Canada Deposit Insurance Corporation (CDIC) Act, the deposits insured by CDIC will be reimbursed to the maximum limit of $60,000 as soon as possible. If the relevant court orders are delayed, CDIC will endeavour to make funds available in modest amounts to those insured depositors who find themselves facing serious and immediate financial hardship.

Furthermore, Mrs. McDougall said: "The Government will seek the necessary parliamentary authority in order to compensate uninsured depositors for amounts outstanding today. Payments will be made over a period of time and will commence only after the necessary legislation enabling the Government to proceed has been approved by Parliament."

Outstanding Bank of Canada advances to the Canadian Commercial Bank total $1.3 billion. These advances are fully secured and will be repaid from proceeds of the disposition of the assets. Outstanding Bank of Canada advances to the Northland Bank, which are also fully secured, total $510 million.

The Minister of State reaffirmed that the Government is committed to moving forward with reforms to the supervisory system affecting

sera présentée sous peu aux tribunaux pour obtenir une ordonnance de liquidation de cette banque.

Norbanque

Dans le cas de la Norbanque, les ministres sont prêts à concilier la foi exprimée par la direction de la banque selon laquelle les activités de la Norbanque pourraient être préservées par l'entremise d'une réorganisation ou d'une fusion. Aussi a-t-il été convenu que la Norbanque disposera d'un délai limité pour chercher à se réorganiser ou à se fusionner avec une autre institution. La Norbanque a affirmé qu'elle travaillera de concert avec le curateur et qu'elle entamera des démarches pour effectuer une telle réorganisation ou fusion.

Mme McDougall a affirmé que le gouvernement est disposé à oeuvrer avec la Norbanque pour tenter d'en arriver à une réorganisation ou à une fusion. Le gouvernement reconnaît le rôle utile des institutions financières régionales et sa décision est conforme à ce sentiment.

Mme McDougall a déclaré : «Le gouvernement est conscient du fait que la nomination de curateurs entraînera un dérangement pour les clients des deux banques. Les curateurs, en collaboration avec la Banque du Canada et les autres organismes gouvernementaux, feront tout ce qui est possible pour réduire les inconvénients au minimum.»

La Ministre a ajouté : «Les déposants des banques restent la préoccupation prioritaire du gouvernement.»

Il est légalement nécessaire de présenter immédiatement une demande de liquidation dans le cas de chacune des banques. Pour la Banque Commerciale du Canada, cette demande sera présentée aussi tôt que possible. Pour la Norbanque, les tribunaux seront incités à différer la désignation d'un liquidateur provisoire pour permettre de tenter une réorganisation ou une fusion. Les démarches légales nécessaires pour permettre à la SADC de procéder au remboursement des dépôts assurés seront toutefois entamées dans les plus brefs délais.

Conformément à Loi sur la Société d'assurance-dépôts du Canada (SADC), les dépôts assurés par cette dernière seront remboursés à concurrence du plafond de $60 000 dès que possible. Si les ordonnances demandées tardent, la SADC s'efforcera de verser des sommes modestes aux déposants assurés qui sont confrontés à des difficultés financières graves et immédiates.

Mme McDougall a également indiqué : «Le gouvernement demandera au Parlement d'autoriser les mesures nécessaires pour le dédommagement des déposants non assurés jusqu'à cette date». Les paiements seront étalés sur une période de temps et ils ne commenceront que lorsque les mesures législatives permettant au gouvernement de procéder aux paiements auront été sanctionnées par le Parlement.»

L'encours des avances de la Banque du Canada à la Banque Commerciale du Canada s'élève à $1,3 milliard. Ces avances sont entièrement garanties et seront remboursées à même le produit de vente de l'actif. L'encours des avances de la Banque du Canada à la Norbanque s'élève à $510 millions et est également entièrement garanti.

La ministre d'État a rappelé que le gouvernement était résolu à procéder à une réforme du système de surveillance des institutions financières canadiennes. Des propositions en ce sens ont été présentées dans des documents d'étude publiés par le gouvernement en avril et en juin 1985, ainsi que dans un rapport produit par un groupe du secteur privé sur la SADC. Un comité parlementaire a déjà entamé l'examen de ces propositions. Le renforcement des mécanismes de surveillance demeure l'objectif premier du gouvernement dans le réexamen de la législation des institutions financières.

Peu après la reprise des travaux parlementaires, le gouvernement présentera des mesures législatives visant à améliorer la protection des déposants en renforçant les

Department of Finance
Office of the Inspector General of Banks
1 September 1985

Canadian Commercial Bank and Northland Bank

William A. Kennett, Inspector General of Banks, disclosed today that he has advised the Minister of State for Finance and reported to the Minister of Finance that in his opinion the Canadian Commercial Bank and the Northland Bank were unable to meet their liabilities as they became due. This decision could not be avoided following the conclusion of a detailed review of both banks and in recognition that the banks were failing to maintain their own funding. Previously, the Inspector General had reported to the Governor of the Bank of Canada that these banks were no longer viable. As a consequence, the Bank of Canada ceased to provide liquidity to these banks.

Accordingly, the Minister of Finance has today appointed curators under subsection 278(2) of the Bank Act to assume supervision of the business and affairs of the two banks. Price Waterhouse Limited has been appointed as curator of the Canadian Commercial Bank and Touche Ross Limited as curator of the Northland Bank.

The curators will be working during the long weekend and on Tuesday with bank employees. The offices of both banks will reopen on Wednesday, September 4, 1985.

Applications will be made as soon as possible to the courts in Alberta and Manitoba for orders which will permit CDIC to make payments to insured depositors. With the cooperation of the banks involved, it is hoped that these orders can be obtained quickly. Mr. Kennett stressed that every effort will be made to minimize disruption to the depositors and borrowers of these banks.

Insured depositors will be receiving within a week a letter from Canada Deposit Insurance Corporation (CDIC) informing them of the particulars of repayment of their deposits, subject to the insured limit of $60,000. For compassionate and hardship cases CDIC has agreed to review specific requests for funds from insured depositors.

With respect to uninsured depositors the Minister of State (Finance) has announced that the Government will seek the necessary parliamentary authority in order to compensate uninsured depositors for amounts outstanding today. Payments will be made over a period of time and will commence only after the necessary legislation enabling the Government to proceed has been approved by Parliament.

The conditions of these banks are unique and reflect the unusual concentration of business in the commercial real estate market in Alberta which continues to be depressed. The Inspector General is confident that there are no other banks facing similar difficulties.

The assets of the Canadian Commercial Bank total $2.7 billion and for the Northland Bank total $1.4 billion, most of which are in Canada. The combined assets of these two institutions represent just under one per cent of total assets of the Canadian banking system.

Ministère des Finances
Bureau de l'Inspecteur général des banques
le 1er septembre 1985

Banque Commerciale du Canada et Norbanque

L'inspecteur général des banques, William A. Kennett, a déclaré aujourd'hui qu'il avait avisé le ministre d'État aux Finances et signalé au ministre des Finances que, à son avis, la Banque Commerciale du Canada et la Norbanque étaient dans l'incapacité de faire face à leurs engagements quand ils deviendraient exigibles. Cette décision ne pouvait être évitée, à l'issue d'un examen détaillé des deux banques et compte tenu que ces dernières n'arrivaient pas à maintenir leur financement propre. L'inspecteur général avait informé auparavant le Gouverneur de la Banque du Canada que ces banques n'étaient plus viables. Aussi la Banque du Canada avait-elle cessé de leur fournir des liquidités.

En conséquence, le ministre des Finances a nommé aujourd'hui, en vertu du paragraphe 278(2) de la Loi sur les banques, des curateurs chargés de superviser les affaires internes et les activités des deux banques. Price Waterhouse Limitée a été nommé curateur de la Banque Commerciale du Canada et Touche Ross Limitée, curateur de la Norbanque.

Les curateurs travailleront durant la longue fin de semaine et mardi avec les employés des banques. Les bureaux de ces dernières rouvriront leurs portes le mercredi 4 septembre 1985.

Des requêtes seront présentées dans les meilleurs délais aux tribunaux de l'Alberta et du Manitoba afin d'obtenir des ordonnances qui permettront à la Société d'assurance-dépôts du Canada de verser des remboursements aux déposants assurés. Avec la coopération des banques en cause, on espère que ces ordonnances pourront être obtenues rapidement. M. Kennett a souligné que tout sera fait pour réduire au minimum les inconvénients causés aux déposants et aux emprunteurs de ces banques.

Les déposants assurés recevront d'ici une semaine une lettre de la SADC leur fournissant des détails sur le remboursement de leurs dépôts à concurrence du plafond assurable de $60 000. La SADC a convenu, en cas de situations personnelles difficiles, d'examiner les demandes présentées par des déposants assurés.

En ce qui concerne les déposants non assurés, la ministre d'État aux Finances a annoncé que le gouvernement sollicitera l'autorisation du Parlement pour dédommager ces déposants jusqu'à la date de nomination des curateurs. Ces déposants seront entièrement dédommagés sur une période de temps. Les paiements ne commenceront que lorsque le Parlement aura sanctionné la législation autorisant le gouvernement à procéder.

La situation de ces banques est particulière et elle reflète la concentration inhabituelle du marché de l'immeuble commercial en Alberta, un marché qui reste déprimé. L'Inspecteur général est persuadé qu'aucune autre institution bancaire n'est confrontée à des difficultés du même genre.

La Banque Commerciale du Canada a un actif de $2,7 milliards; la Banque Northland a un actif de $1,4 milliard. La majeure partie de ces actifs se trouve au Canada. L'actif combiné des deux institutions représente un peu moins d'un pour cent de l'actif global du système bancaire canadien.

Les emprunteurs, déposants et autres clients des banques qui souhaitent de plus amples renseignements au cours de la fin de semaine peuvent s'enquérir auprès des curateurs à frais virés en composant le 403-237-7212.

Canadian financial institutions. Proposals to improve the federal supervisory structure have been put forward in discussion papers released by the Government in April and June of this year, and in a private sector task force report on the Canada Deposit Insurance Corporation. These proposals are already under review by a Parliamentary Committee. Strengthening the supervisory structure remains the Government's first commitment in the review of financial institution legislation.

Shortly after Parliament resumes, the Government will introduce legislation to enhance the protection of depositors by strengthening the regulatory powers of federal supervisory authorities. This legislation will enable federal regulators to place realistic values on real estate held by federally regulated financial institutions for the purpose of meeting solvency and liquidity tests. The legislation will empower the Minister of Finance to prevent the transfer of ownership of federally incorporated financial institutions in cases where the transfer is deemed to be against the public interest, and will enable federal supervisors to take earlier action in cases where federally regulated financial institutions are engaging in activities that might threaten their future viability.

Mrs. McDougall also announced that the Government will be asking Parliament to establish a joint committee of the Senate and the House of Commons to examine matters relevant to the Canadian Commercial Bank and Northland Bank.

The Minister of State, accompanied by the Inspector General of Banks, Mr. William Kennett, and the Governor of the Bank of Canada, Mr. Gerald Bouey, will hold a press conference at the National Press Theatre, 150 Wellington Street, at 10 a.m., Tuesday, September 3rd.

pouvoirs réglementaires des autorités de surveillance fédérales. Les mesures permettront à ces dernières d'attribuer une valeur réaliste aux biens immeubles détenus par les institutions financières, pour l'application des critères de solvabilité et de liquidité. Ces dispositions donneront au ministre des Finances le pouvoir d'empêcher un transfert de la propriété d'une institution financière réglementée au niveau fédéral dans les cas où le transfert serait jugé contraire à l'intérêt public; elles permettront aussi aux autorités fédérales de surveillance d'intervenir plus rapidement lorsque des institutions financières de compétence fédérale entreprennent des activités susceptibles de compromettre leur viabilité future.

Mme McDougall a également annoncé que le gouvernement demanderait au Parlement d'établir un comité conjoint du Sénat et de la Chambre des communes afin d'étudier les questions relatives à la Banque Commerciale du Canada et à la Norbanque.

La ministre d'État, accompagnée de l'Inspecteur général des banques, M. William Kennett, et du gouverneur de la Banque du Canada, M. Gerald Bouey, tiendra une conférence de presse au Théâtre de la Presse Nationale, 150 rue Wellington, à 10h le mardi 3 septembre.

Bank of Canada
1 September 1985

The Governor of the Bank of Canada, Mr. Gerald K. Bouey, said today that he has received notification from the Inspector General of Banks that the Canadian Commercial Bank and the Northland Bank can no longer be considered viable operations. The Bank of Canada has therefore concluded that there is no longer a basis for further liquidity support to these two banks and accordingly is ceasing immediately to provide advances to them. The Bank of Canada has been providing considerable liquidity to both banks in the form of fully secured advances; as of August 30th the advances outstanding to the Canadian Commercial Bank amounted to $1,316 million and advances outstanding to the Northland Bank amounted to $510 million.

The Governor stated that the difficulties experienced by these two banks do not reflect on the soundness of the rest of the Canadian banking system. He also reiterated that the Bank of Canada stands ready as always to provide liquidity if requested for any Canadian bank.

Banque du Canada
le 1er septembre 1985

Le gouverneur de la Banque du Canada, M. Gerald K. Bouey, vient d'annoncer qu'il a reçu de l'Inspecteur général des banques un avis l'informant que la Banque commerciale du Canada et la Norbanque ne peuvent plus être considérées comme des entreprises viables. La Banque du Canada a donc conclu qu'elle n'est plus fondée à continuer de fournir à ces deux banques des avances à des fins de liquidité et elle cesse immédiatement de leur octroyer des avances. Ces derniers temps, la Banque du Canada a accordé des liquidités considérables à ces deux établissements sous la forme d'avances entièrement garanties : au 30 août, l'encours des avances consenties à la Banque commerciale du Canada était de 1 316 millions de dollars et celui des avances à la Banque Northland de 510 millions de dollars.

Le Gouverneur a déclaré que les difficultés de ces deux banques ne reflètent pas la situation du reste du système bancaire canadien. Il a également souligné une fois de plus que la Banque du Canada est toujours prête à fournir des liquidités à toute banque canadienne qui en fait la demande.

Bank borrowers, clients and depositors wishing further information this weekend may call collect to the curator at the following number . . . 403-237-7212.

Background to government actions on Canadian Commercial Bank and Northland Bank

Pursuant to Section 278 of the Bank Act, the Minister of Finance has appointed curators for the Canadian Commercial Bank and Northland Bank. Price Waterhouse Limited is the appointed curator of Canadian Commercial Bank and Touche Ross Limited curator of Northland Bank.

The powers and duties of the curator, as set out in Section 279 of the Bank Act, are:

Powers and duties of curator	279(1)	A curator shall assume supervision of the business and affairs of the bank in respect of which he is appointed and has generally all powers and shall take all steps and do all things necessary or expedient to protect the rights and interests of the creditors and shareholders of the bank and to conserve and ensure the proper disposition, according to law, of the assets of the bank; and, for the purposes of this section, he is entitled to free and full access to all books, accounts, cash, securities, documents and vouchers of the bank and any security held by the bank.

The curators will be on the premises of the banks this weekend to discharge their duties.

The Directors, Officers and employees of the banks are required by the Bank Act to "give and afford to a curator appointed in respect thereof all such information and assistance as he requires in the discharge of his duties".

The offices of the banks will remain closed on Tuesday, September 3, 1985. They will reopen on Wednesday, September 4, 1985.

The curators will remain in charge of the affairs of the banks until they are appointed as liquidators pursuant to the Winding Up Act.

Canadian Commercial Bank (CCB)

The Government intends to ask the court on Tuesday, September 10, 1985 to appoint a provisional liquidator for the CCB and to authorize payments to insured depositors by the Canada Deposit Insurance Corporation (CDIC).

The time required for the appointment of the provisional liquidator will depend on the court and any representations which might be made by the bank.

Document d'information sur les mesures du gouvernement à l'égard de la Banque Commerciale du Canada et de la Norbanque

Aux termes de l'article 278 de la Loi sur les banques, le ministre des Finances a nommé des curateurs à la Banque Commerciale du Canada et à la Banque Northland. Price Waterhouse Limitée est curateur de la Banque Commerciale du Canada et Touche Ross Limitée curateur de la Norbanque.

Voici les pouvoirs et obligations du curateur, énoncés à l'article 279 de la Loi sur les banques:

Pouvoirs et obligations du curateur	279(1)	Le curateur assume la surveillance des affaires internes et des activités de la banque, et est, en général, investi de tous les pouvoirs; il fait tout ce qui est nécessaire ou utile pour protéger les droits et intérêts des créanciers et des actionnaires de la banque et pour en conserver l'actif et en assurer l'affectation conformément à la loi. Pour l'application du présent article, il a libre et plein droit d'accès aux livres, comptes, espèces en caisse, valeurs, documents et pièces justificatives de la banque ainsi qu'à toute garantie détenue par elle.

Les curateurs seront présents dans les deux banques durant cette fin de semaine afin de s'acquitter de leurs fonctions.

Les administrateurs, dirigeants et employés des banques sont tenus par la Loi «de donner au curateur nommé à cet effet tous les renseignements et toute l'aide qu'il requiert dans l'exécution de ses fonctions».

Les bureaux des banques resteront fermés le mardi 3 septembre 1985 et rouvriront mercredi 4 septembre 1985.

Les curateurs continueront de superviser les activités des banques jusqu'à ce qu'ils soient nommés liquidateurs aux termes de la Loi sur les liquidations.

Banque Commerciale du Canada (BCC)

Le gouvernement se propose de demander au tribunal, le mardi 10 septembre 1985, de nommer un liquidateur provisoire de la BCC et d'autoriser la Société d'assurance-dépôts du Canada (SADC) à faire des paiements aux déposants assurés.

Le délai nécessaire à la nomination du liquidateur provisoire dépendra du tribunal et des instances qui pourraient être présentées par la banque.

Les comptes de dépôt seront gelés durant cette période.

Les clients dont les dépôts sont assurés par la SADC resteront entièrement protégés. Une fois un liquidateur provisoire nommé, la SADC paiera ces déposants le plus vite possible.

Si l'obtention de l'ordonnance nécessaire prend du temps, la SADC versera des sommes modestes aux déposants dont les difficultés particulières le justifieront.

Les déposants assurés recevront d'ici une semaine une lettre de la SADC leur fournissant des détails sur le remboursement de leurs dépôts, à concurrence du plafond assurable.

Le gouvernement a fait savoir qu'il se proposait de présenter des mesures législatives qui l'autoriseraient à verser aux déposants de la banque qui ne sont pas assurés par la SADC le montant de leurs dépôts le 1er septembre 1985. Ces paiements seront effectués sur une période de temps après l'adoption des mesures.

Deposit accounts will be frozen during this period.

Customers whose deposits are insured by the Canada Deposit Insurance Corporation will remain fully protected up to $60,000. Once a provisional liquidator is appointed, CDIC will pay out such depositors as soon as possible.

If there is a delay in the necessary court order, the CDIC will make payments to individual depositors in compassionate and hardship cases in moderate amounts.

Insured depositors will be receiving within the next week a letter from CDIC informing them of the particulars of repayment of their deposit subject to the insured limit.

The Government indicated that it intends to introduce legislation which will authorize it to pay to those depositors of the bank uninsured by the Canada Deposit Insurance Corporation the amount of their deposits on September 1, 1985. Such payments will be made over a period of time following passage of the legislation.

Northland (NLD)

The Government is prepared to provide a limited amount of time for the Northland Bank to seek to amalgamate with another bank or to reorganize. While this possibility is being explored, the deposits of the bank will remain frozen and, for legal reasons, an application under the Winding Up Act will be made. If an amalgamation or reorganization is not possible within a short period of time, the Government would proceed to ask the courts for the liquidation of the bank. The procedure would then be similar to that described for CCB.

The bank could either remain under a curatorship while these possibilities are being explored or an order might be requested which would freeze deposits but hold the Winding Up Order in abeyance. This Order would enable CDIC to pay insured depositors.

If an amalgamation or reorganization is successful, the curator could be removed or the court requested to reconsider its previous order.

Borrowing customers

In addition to its concern for the depositors of both banks, the Government has a concern for the borrowing customers whose businesses are being disrupted by their inability to conduct their banking business. Accordingly, arrangements are being made with the Bank of Canada which would enable customers to draw certain funds from the banks. Such drawings would be subject to the approval of the curator, or liquidator, and made according to good commercial practice.

It is anticipated that all offices of the banks will be closed Tuesday, September 3, 1985. Offices will be open on Wednesday, September 4, 1985 so that the curators or liquidators charged with the banks' affairs may deal with borrowing customers. Deposits will remain frozen until a later date.

Background to problems of Canadian Commercial Bank and Northland Bank

Canadian Commercial Bank and Northland Bank were started in the mid-1970s and commenced business in western Canada. Both banks grew rapidly from inception. Factors in this growth were their western locus and the boom in the economy of that part of the country which extended through 1981. A substantial proportion of the portfolios of both banks is loans secured by real estate. This reflects the fact that real estate was one of the fast-growing sectors of the western Canadian economy and a ready source of growth for the banks. As a result, the portfolios of both banks had a greater regional and real estate concentration than the more balanced and diversified portfolios of long-established banks operating across the country.

The recession was particularly severe in western Canada and in real estate. All banks with exposure to these areas suffered and the CCB and Northland suffered proportionately more due to their greater concentrations.

The CCB's need for a support package in March 1985 resulted in loss of depositor confidence in both banks, forcing them to borrow very substantial amounts from the Bank of Canada. A rigorous review of both banks was undertaken by the Office of the Inspector General of Banks during the summer.

Norbanque

Le gouvernement est disposé à donner à la Norbanque un délai limité pour lui permettre de se fusionner avec une autre banque ou se réorganiser. Pendant que ces possibilités seront étudiées, les dépôts à la banque resteront gelés et, pour des raisons juridiques, une demande sera présentée conformément à la Loi sur les liquidations. Si une fusion, ou réorganisation n'était pas possible dans un bref délai, le gouvernement présenterait aux tribunaux une demande de liquidation de la banque. La procédure serait alors la même que pour la BCC.

La banque pourrait rester aux fins du curateur pendant qu'on étudie ces possibilités, ou l'on pourrait présenter une demande d'ordonnance qui gèlerait les dépôts mais garderait l'ordonnance de liquidation en suspens. Cette ordonnance permettrait à la SADC de rembourser les déposants assurés.

Si une fusion ou réorganisation pouvait être menée à bien, le curateur pourrait être relevé de ses fonctions, ou l'on pourrait demander au tribunal de reconsidérer son ordonnance précédente.

Emprunteurs

Outre qu'il se préoccupe des déposants dans les deux banques, le gouvernement s'intéresse au sort des emprunteurs dont les activités sont perturbées par l'incapacité d'effectuer des opérations bancaires. Aussi des dispositions sont-elles prises avec la Banque du Canada pour permettre à ces clients de retirer certains fonds des banques. Ces retraits seraient assujettis à l'autorisation du curateur ou liquidateur et effectués conformément aux bonnes pratiques commerciales.

On s'attend à ce que tous les bureaux des banques soient fermés le mardi 3 septembre. Ils rouvriront le mercredi 4 septembre 1985 pour permettre aux curateurs ou liquidateurs chargés de superviser les affaires des banques de traiter avec les emprunteurs. Les dépôts resteront gelés jusqu'à une date ultérieure.

Note sur les problèmes de la Banque Commerciale du Canada et de la Norbanque

La Banque Commerciale du Canada et la Norbanque ont vu le jour vers le milieu des années 1970 et ont commencé leurs activités dans l'Ouest canadien. Elles ont toutes deux connu une croissance rapide, grâce à leur implantation dans l'Ouest et à la vive progression économique de cette région jusqu'en 1981. Les portefeuilles des deux banques se composent en bonne partie de prêts sur des immeubles. Cela est dû au fait que l'immobilier a été l'un des secteurs les plus prospères dans l'Ouest canadien et une source de croissance utile pour les banques. En conséquence, les portefeuilles des deux institutions présentaient une concentration régionale et sectorielle plus marquée que l'actif mieux équilibré et plus diversifié des banques établies de longue date et actives dans tout le pays.

La récession a touché tout particulièrement l'Ouest canadien et le secteur de l'immobilier. Toutes les banques engagées dans cette région et dans ce secteur en ont souffert, et la BBC et la Norbanque plus spécialement à cause de la concentration plus marquée de leurs portefeuilles.

La nécessité dans laquelle la BCC s'est trouvée, en mars 1985, d'obtenir des mesures de soutien a entraîné une perte de confiance massive des déposants dans les deux banques, obligeant ces dernières à emprunter de fortes sommes à la Banque du Canada. Le Bureau de l'Inspecteur général des banques s'est livré à un examen rigoureux des deux institutions au cours de l'été.

Bank of Canada
18 September 1985

Matters arising from transactions of the Northland Bank with its Clearing Agent The Royal Bank of Canada, and with the Bank of Canada on 30 August 1985

Questions have been raised about clearing transactions involving the Northland Bank, its *Clearing Agent* The Royal Bank of Canada, and the Bank of Canada, that were initiated by large movements of funds by the Northland on August 30. The Bank of Canada does not normally comment on transactions with clients, but in the light of the special circumstances and the publicity already given to these transactions it is making a public statement on the matter.

The Northland Bank has not been a direct participant in the daily clearing of cheques among banks and other financial institutions. Instead it has used The Royal Bank as its Clearing Agent. At the same time the Northland Bank has maintained a deposit account at the Bank of Canada for purposes of meeting its statutory reserve requirements.

On Friday, August 30 the Northland Bank drew a cheque on its clearing account at The Royal Bank for $30 million which it deposited that day in the Bank of Canada for credit to its cash reserve account. The same day the Northland Bank also drew cheques totalling $60 million on

Banque du Canada
le 18 septembre 1985

Questions découlant d'opérations effectuées le 30 août 1985 entre la Banque Northland, son agent de compensation la Banque Royale du Canada et la Banque du Canada

Des questions ont été soulevées au sujet d'opérations de compensation mettant en cause la Banque Northland, son *agent de compensation* la Banque Royale du Canada et la Banque du Canada; ces opérations faisaient suite à des mouvements considérables de fonds effectués le 30 août par la Banque Northland. En règle générale, la Banque du Canada ne fait pas de commentaires sur ses transactions avec ses clients, mais compte tenu des circonstances spéciales dans lesquelles se sont effectuées ces opérations de compensation et de la publicité qu'elles ont reçue, la Banque du Canada a jugé nécessaire de publier une déclaration sur le sujet.

La Banque Northland ne participait pas directement aux opérations quotidiennes de compensation de chèques entre les banques et les autres institutions financières. Elle effectuait plutôt ses opérations de compensation par l'entremise de la Banque Royale. Elle maintenait toutefois un compte de dépôt à la Banque du Canada conformément aux dispositions légales en matière de réserves-encaisse.

Le vendredi 30 août, la Banque Northland a tiré sur son compte de compensation à la Banque Royale un chèque de 30 millions de dollars qu'elle a déposé le même jour à son compte de réserves-encaisse à la Banque du Canada. Le même jour, la Banque

its cash reserve account at the Bank of Canada which it deposited that day at The Royal Bank for credit to its clearing account. These large transactions between the Northland, Royal and Bank of Canada would in the normal course of events have been fully settled on Tuesday, September 3, with a further advance from the Bank of Canada to the Northland. As a result of the announcements made on September 1 with respect to the Northland, these major payment items had to be held in suspense following the settlement of the clearings on Tuesday, September 3.

In coming to a decision on what should be done about these suspense items, the Bank of Canada concluded that it was essential for the integrity of the payments system that a financial institution that acts as Clearing Agent for another financial institution should not be placed in a position of jeopardy on account of payments initiated by that other financial institution from an account at the Bank of Canada. Therefore the Bank of Canada did not return the $60 million item to The Royal Bank despite non-sufficient funds in the Northland's account at the Bank of Canada. The Royal Bank returned the $30 million item to the Bank of Canada.

The transactions that were undertaken to resolve the situation were in conformity with the Canadian Payments Association's Clearing By-law and its rules.

Subsequently the Northland Bank made a payment of $30 million to the Bank of Canada. The result of all these transactions was that the Northland Bank's indebtedness to the Bank of Canada was increased by a net amount of $30 million. The claim that the Bank of Canada holds is recorded on its balance sheet under *Other Assets* and is secured under the terms of an outstanding agreement with the Northland Bank.

Northland a tiré sur ce même compte de réserves-encaisse des chèques totalisant 60 millions de dollars qui ont été déposés ce jour-là à son compte de compensation à la Banque Royale. En temps normal, ces importantes transactions entre la Northland, la Banque Royale et la Banque du Canada auraient été entièrement réglées le mardi 3 septembre grâce à une avance additionnelle de la Banque du Canada à la Northland. Par suite des communiqués publiés le 1er septembre au sujet de la Northland, ces gros effets de paiement ont dû être gardés en attente après le règlement des opérations de compensation du mardi 3 septembre.

En prenant sa décision sur ce qu'elle devait faire de ces effets en suspens, la Banque du Canada a jugé qu'il était essentiel d'éviter, au nom de l'intégrité du système de paiements, qu'une institution qui fait office d'agent de compensation pour une autre institution financière ne subisse de lourdes pertes en raison de paiements effectués par cette autre institution financière à partir d'un compte tenu à la Banque du Canada. La Banque du Canada n'a donc pas renvoyé à la Banque Royale l'effet de 60 millions de dollars en dépit du fait qu'il n'y avait pas assez de fonds au compte de la Northland à la Banque du Canada. La Banque Royale a retourné l'effet de 30 millions de dollars à la Banque du Canada.

Les opérations qui ont été faites pour résoudre ce problème étaient conformes au Règlement sur la compensation et aux règles de l'Association canadienne des paiements.

Par la suite, la Banque Northland a versé 30 millions de dollars à la Banque du Canada. La conséquence de l'ensemble de ces opérations a été une augmentation nette de 30 millions de dollars de la dette de la Northland envers la Banque du Canada. La créance sur la Northland figure au bilan de la Banque du Canada sous la rubrique des *autres éléments de l'actif* et elle est garantie par les dispositions d'une entente existant entre la Banque du Canada et la Northland.

Charts

Graphiques

S2 Monetary aggregates and fiscal policy
S3 Chartered banks
S4 Interest rates
S6 Government of Canada direct and guaranteed securities outstanding
S7 Financing of governments and business
S8 National accounts
S9 Selected economic indicators
S10 Labour market
S12 Prices
S13 Incomes and costs
S14 External trade
S15 Canadian balance of international payments

S2 Agrégats monétaires et politique financière
S3 Banques à charte
S4 Taux d'intérêt
S6 Encours des titres émis ou garantis par le gouvernement canadien
S7 Financement des gouvernements et des entreprises
S8 Comptes nationaux
S9 Quelques indicateurs économiques
S10 Marché du travail
S12 Prix
S13 Revenus et coûts
S14 Commerce extérieur
S15 Balance canadienne des paiements

Symbols used in the charts
A arithmetic scale
L logarithmic scale

Abréviations utilisées dans les graphiques
A échelle arithmétique
L ordonnées logarithmiques

Bank of Canada Review

Revue de la Banque du Canada

October 1985

Octobre 1985

3 Federal government revenues, expenditures and deficits since 1970
15 Address by Gerald K. Bouey, Governor of the Bank of Canada
24 Recent developments in credit markets

Charts and statistics
S1 INDEX TO CHARTS
S16 INDEX TO STATISTICAL TABLES
S20 Major financial and economic indicators
S26 Bank of Canada
S30 Chartered banks
S60 Other financial institutions
S78 Financial aggregates
S82 Financial markets
S95 Government of Canada securities markets
S113 General economic statistics
S129 Foreign exchange market and reserves
S133 Balance of payments and external trade
S154 Notes to the tables
S162 Articles and speeches: October 1984 to September 1985
S166 SUBJECT INDEX

3 L'évolution des recettes, des dépenses et du déficit du gouvernement fédéral à partir de 1970
15 Allocution prononcée par Gerald K. Bouey, Gouverneur de la Banque du Canada
24 L'évolution récente du marché du crédit

Graphiques et tableaux statistiques
S1 LISTE DES GRAPHIQUES
S16 LISTE DES TABLEAUX STATISTIQUES
S20 Principaux indicateurs financiers et économiques
S26 Banque du Canada
S30 Banques à charte
S60 Autres institutions financières
S78 Agrégats financiers
S82 Marchés financiers
S95 Marchés des titres du gouvernement du Canada
S113 Statistiques économiques diverses
S129 Marché des changes et réserves de change
S133 Balance des paiements et commerce extérieur
S154 Notes relatives aux tableaux
S162 Articles et discours : D'octobre 1984 à septembre 1985
S166 INDEX DES SUJETS

This Review is published monthly under the direction of an Editorial Board and responsibility for the editorial content rests with this Board.

Members of the Editorial Board:
Gordon Thiessen, Chairman
Gene Fleet, Editor
William Alexander
Jacques Bussières
Charles Freedman
Paul Jenkins
Tim Noël
Vaughn O'Regan
Donald Stephenson
William White

Cette Revue est publiée mensuellement sous la direction d'un Comité de rédaction, auquel incombe la responsabilité des pages de rédaction.

Membres du Comité de rédaction :
Gordon Thiessen, Président
Gene Fleet, directrice de la rédaction
William Alexander
Jacques Bussières
Charles Freedman
Paul Jenkins
Tim Noël
Vaughn O'Regan
Donald Stephenson
William White

Cover:
British Colonial: 'Anchor Money', 1822

In 1820, during the reign of George IV, the British government produced a special coinage to meet the monetary needs of some of its colonies. Originally circulated in Mauritius, the issue was repeated in 1822 primarily for use in the West Indies. These coins came to be known as 'anchor money' because of the anchor motif used in their design. The 1820 issue was struck in three denominations: quarter, eighth and sixteenth dollar pieces. The half dollar depicted on this month's cover was added to the series in 1822. The coins were not fractions of the decimal dollar, but were intended to supplement the Spanish-American dollar which was divisible into eight reales. Although these coins have traditionally been included in the Canadian series of coins and tokens, there is no direct evidence that they circulated in Canada to any significant extent. It is thought, however, that some anchor money was received as payment in trade with the West Indies.

The half dollar is made of silver and is approximately the same size as the current Canadian nickel dollar. The Latin legend COLONIAR·BRITAN·MONET translates as 'British Colonial Money'. The coin is part of the National Currency Collection, Bank of Canada. Photography by James Zagon, Ottawa.

Couverture :
Colonies britanniques : Pièce de monnaie «Ancre», 1822

En 1820, sous le règne de George IV, le gouvernement britannique fit frapper un certain nombre de pièces spéciales pour répondre aux besoins en espèces de ses colonies. Les pièces de cette première émission furent mises en circulation à l'île Maurice, et de nouvelles pièces, destinées surtout aux Antilles, furent frappées en 1822. On en vint à désigner les pièces de ces émissions sous le nom d'«ancre» à cause du motif qui les ornait. En 1820, trois autres pièces avaient été frappées : le quart, le huitième et le seizième de piastre. La pièce d'une demi-piastre qui illustre la couverture de la livraison de ce mois-ci vint s'ajouter aux trois premières en 1822. Ces pièces, qui ne constituaient pas des fractions d'une unité monétaire décimale, devaient être utilisées de pair avec la piastre espagnole, qui valait huit réaux. Même si les ancres figurent habituellement parmi les pièces et jetons canadiens, il n'existe pas de preuve tangible qu'elles aient beaucoup circulé au Canada. On croit cependant qu'elles ont pu servir à régler certaines opérations commerciales avec les Antilles.

La pièce d'une demi-piastre reproduite en couverture est faite en argent, et ses dimensions sont à peu près celles d'une pièce de un dollar canadien en nickel. La légende latine COLONIAR·BRITAN·MONET signifie «Monnaie coloniale britannique». La pièce fait partie de la Collection nationale de monnaies, Banque du Canada. Photographie : James Zagon, Ottawa.

Subscriptions

Canada and the United States: $10.00 per annum; $25.00 for three years. All other countries: $12.00 per annum; $30.00 for three years.
Public Libraries, Libraries of the Government of Canada and of Canadian provincial and municipal governments (including Crown corporations and agencies), Libraries of Canadian and foreign educational institutions: one half of the regular rate.
Subscription rates include the cost of postage.
Reprints of articles are available at a price of $1.00 for 10 copies of any one article. Individual copies of the Review may be obtained at all Bank of Canada Agencies at a price of $1.00 per copy. Remittances should be made payable to the Bank of Canada, collectable in Canadian currency.
Correspondence should be addressed to: Bank of Canada Review
Public Information Division
Secretary's Department
Bank of Canada
245 Sparks Street
Ottawa, Canada
K1A 0G9

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

CN ISSN 0045-1460

Abonnements

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

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

CN ISSN 0045-1460

Federal government revenues, expenditures and deficits since 1970

L'évolution des recettes, des dépenses et du déficit du gouvernement fédéral à partir de 1970

This article describes the evolution since 1970 of federal expenditures, revenues and the deficit, and the resulting impact on the outstanding stock of federal debt. Particular emphasis is given to the trends and shifts of expenditures and revenues in response to various policy decisions and economic developments. Throughout the text, tables and charts, the revenue and expenditure data are presented as a share of Gross National Expenditure (GNE) in order to identify longer-term trends. All data, unless otherwise indicated, are from the national accounts as published by Statistics Canada.

An overview

During the first part of the 1970s federal revenues and expenditures were approximately equal, resulting in a surplus or deficit position close to zero (Chart I). However, beginning in 1975, there has been a deficit in each year, ranging from 1.8 per cent of GNE in 1976 to a high of 7.0 per cent in 1984. Although these deficits have been the result of fluctuations in the ratios to GNE of both revenues and expenditures, it can be seen in the chart that the ratio of revenues to GNE in 1984 was essentially unchanged from the early 1970s, while the ratio of expenditures to GNE has increased by about 7 percentage points. Through this period both expenditures and revenues have been affected by sharp changes in energy prices and by the various government programs adopted in response to those changes. Exclusive of

This article was prepared in the Securities Department.

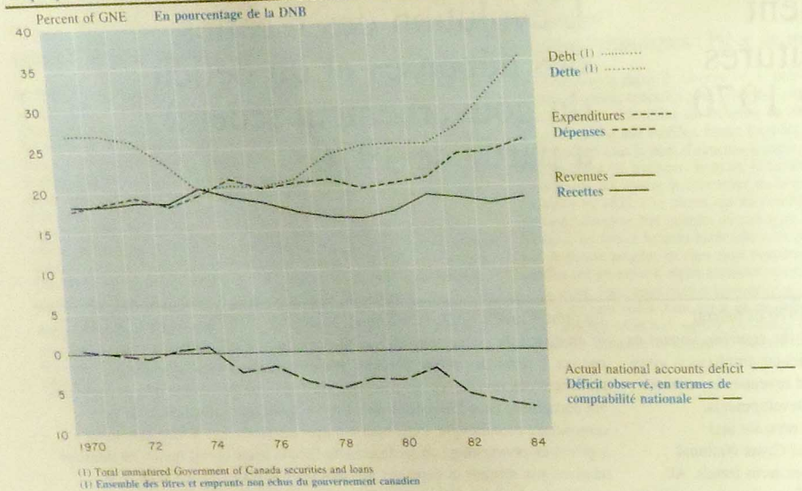
Le présent article retrace l'évolution, à partir de 1970, des recettes, des dépenses et du déficit du gouvernement fédéral et examine l'influence que ceux-ci ont eue sur le stock des dettes fédérales. Il met un accent particulier sur les tendances des revenus et des dépenses ainsi que sur l'évolution que ces agrégats ont enregistrée sous l'impulsion des diverses politiques adoptées et de la conjoncture économique. Pour bien montrer les tendances à long terme, on a exprimé en pourcentage de la dépense nationale brute (DNB) toutes les données relatives aux recettes et dépenses utilisées dans le texte, les tableaux et les graphiques. À moins d'indication contraire, ces données proviennent des comptes nationaux que publie Statistique Canada.

Aperçu général

Au cours de la première moitié des années 70, le montant des recettes et celui des dépenses du gouvernement fédéral étaient à peu près égaux, de sorte que le solde se maintenait aux alentours de zéro (Graphique I). Toutefois, à partir de 1975, il s'est produit chaque année un déficit, dont le pourcentage par rapport à la DNB a oscillé entre le minimum de 1,8 % enregistré en 1976 et le maximum de 7,0 % enregistré en 1984. Bien que ces déficits soient attribuables aux fluctuations des rapports respectifs des revenus et des dépenses à la DNB, le graphique montre que le ratio des recettes était en 1984 pratiquement au même niveau qu'au début des années 70, période où celui des dépenses s'était accru d'environ 7 points. Durant toute cette période, le profil des dépenses et des revenus a été influencé par les fortes variations des prix de l'énergie et par les divers programmes adoptés par le gouvernement en réaction à ces phénomènes. Abstraction faite de l'incidence des programmes énergétiques, le ratio des

Cet article a été rédigé au département des Valeurs.

Chart I
Graphique I
Federal government revenues, expenditures, deficit and debt
Recettes, dépenses, déficit et dette du gouvernement fédéral



(1) Total unmatured Government of Canada securities and loans
(1) Ensemble des titres et emprunts non échus du gouvernement canadien

energy programs, the ratio of expenditures to GNE has risen by about 6 percentage points since the early 1970s while the ratio of revenues has in fact declined by 1.2 percentage points.

The recent evolution of the outstanding stock of federal debt is closely related to the pattern of annual deficits.* From the early to mid-1970s, when revenues and expenditures were approximately in balance, the stock of debt remained relatively constant in dollar terms and actually declined as a percentage of nominal GNE from 27 per cent in 1970 and 1971 to 20 per cent in 1974. This decline was a continuation of a trend that had begun after World War II. However, as the balance between revenues and

* For the purpose of this article, federal debt is defined as total unmatured Government of Canada securities and loans (Cansim number B2502). It should be noted, of course, that this measure, which focuses on selected financial liabilities of the government, is only one of several measures that might have been used. Other possibilities would be the concepts of net worth or net financial assets, both of which take account of the asset side of the government's balance sheet as well as its liabilities. Over time the various measures all show similar patterns of variation with the government's fiscal position (deficit).

dépenses a augmenté de 6,3 points environ depuis le début des années 70, tandis que celui des revenus à la DNB a en fait baissé de 1,2 point.

L'évolution récente de l'encours de la dette publique est étroitement liée au profil des déficits annuels*. Durant la première moitié des années 70, où le montant des recettes était à peu près égal à celui des dépenses, l'encours de la dette en dollars courants est resté relativement stable. En fait, il a baissé en pourcentage de la DNB nominale, passant de 27 % en 1970 et 1971 à 20 % en 1974, ce qui indiquait la persistance d'une tendance commencée depuis la fin de la Deuxième Guerre mondiale. Mais avec le déficit enregistré à partir de 1975, l'encours, en chiffres absolus, de la dette publique a commencé à s'accroître. Pendant quelques années, le rapport de la dette à la DNB était resté relativement

* Dans cet article, l'expression «dette fédérale» désigne l'ensemble des titres et emprunts non échus du gouvernement du Canada (fichier Cansim, numéro B2502). Il convient de remarquer que cette façon de présenter la dette fédérale, qui ne retient qu'un certain nombre d'engagements financiers du gouvernement, n'est qu'une des multiples définitions possibles. En effet, on aurait pu tout aussi bien définir la dette fédérale à partir des concepts de valeur nette ou d'avoirs financiers nets, qui tiennent compte à la fois des avoirs et des engagements du gouvernement. Sur longue période, les diverses mesures de la dette fédérale ont des profils d'évolution semblables par rapport au solde (déficit) budgétaire.

expenditures moved into a deficit position in 1975, the dollar amount of the stock of debt began to increase. For a few years the debt-to-GNE ratio was relatively stable because initially the stock of debt grew no faster than GNE. But towards the end of the 1970s and again since 1982, rising deficits have affected the debt-to-GNE ratio, pushing it up to over 35 per cent by the end of 1984.

stable parce que l'accroissement de la dette a été au début moins rapide que celui de la DNB. Cependant, vers la fin des années 70, et de nouveau depuis 1982, l'ampleur croissante des déficits a influé sur ce ratio, le faisant monter à plus de 35 % à la fin de 1984.

Les dépenses

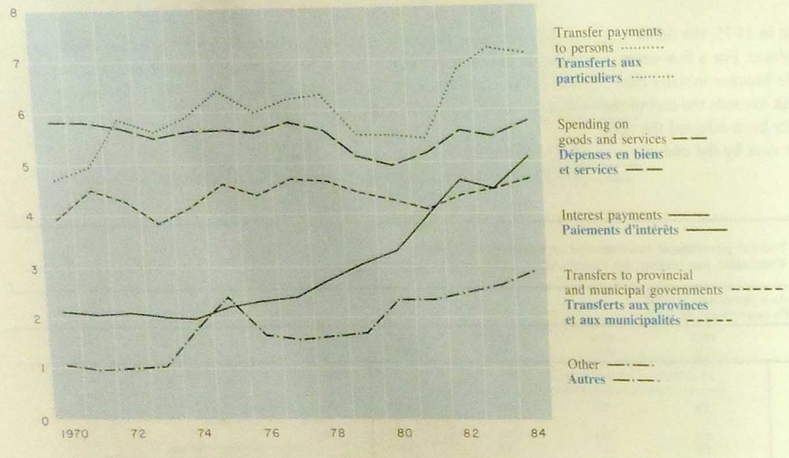
De 1970 à 1984, le rapport de l'ensemble des dépenses du gouvernement

Table I
Tableau I
Federal government revenues and expenditures by category
Ventilation par secteur des recettes et dépenses du gouvernement fédéral

	As a percentage of GNE / En pourcentage du DNB				
	1972 / 1972	1976 / 1976	1980 / 1980	1984 / 1984	
EXPENDITURES					DÉPENSES
Goods and services	5.8	5.6	5.0	5.8	Biens et services
Transfers to persons	5.9	6.0	5.6	7.1	Transferts aux particuliers
of which:					dont :
Unemployment insurance benefits	1.8	1.7	1.5	2.4	Prestations d'assurance chômage
Transfers to provinces	4.3	4.4	4.3	4.7	Transferts aux provinces et
and municipalities					aux municipalités
Interest payments	2.1	2.4	3.3	5.1	Paiements d'intérêts
Other expenditures	1.0	1.7	2.4	2.9	Autres dépenses
of which:					dont :
Major energy programs(1)	0.0	0.5	1.3	1.2	Principaux programmes énergétiques(1)
Total expenditures	19.1	20.2	20.5	25.5	Ensemble des dépenses
REVENUES					RECETTES
Personal income tax	7.5	7.5	6.4	6.7	Impôt sur le revenu des particuliers
Corporate income tax(2)	2.8	2.6	2.9	2.4	Impôt sur le revenu des sociétés(2)
Indirect taxes(3)	4.9	3.8	3.4	3.3	Impôts indirects(3)
Unemployment insurance contributions(4)	0.7	1.3	1.1	1.9	Cotisations d'assurance-chômage(4)
Energy taxes(5)	0.0	0.7	0.7	1.5	Impôts sur l'énergie(5)
Other(6)	2.8	2.5	2.8	2.7	Autres(6)
Total revenue	18.6	18.4	17.4	18.5	Ensemble des recettes
Deficit	−0.5	−1.8	−3.5	−7.0	Déficit

(1) The major energy programs included are the Petroleum Incentives Plan and subsidies on imported and new and synthetic oil.
(2) Excluding the Petroleum and Gas Revenue Tax and the Incremental Oil Revenue Tax.
(3) Excluding energy taxes such as the Oil Export Tax, the Gasoline Excise Tax, the Natural Gas and Gas Liquids Tax, the Petroleum Compensation Fund Revenues and the Canadian Ownership Charge.
(4) Excluding federal government contribution.
(5) Including Petroleum and Gas Revenue Tax, Incremental Oil Revenue Tax, Oil Export Tax, the Gasoline Excise Tax, Natural Gas and Gas Liquids Tax, Petroleum Compensation Fund Revenues and the Canadian Ownership Charge.
(6) Including the withholding tax, investment income and capital consumption allowances.

(1) Les principaux programmes compris à ce poste sont le Programme d'encouragement à l'exploration pétrolière et les programmes de subvention au pétrole importé, nouveau ou synthétique.
(2) Ne comprend ni l'impôt sur les revenus pétroliers ni l'impôt sur les revenus pétroliers supplémentaires.
(3) Ne comprend ni l'impôt sur les produits énergétiques, comme la taxe à l'exportation sur le pétrole, la taxe d'accise sur l'essence, la taxe sur le gaz naturel et les liquides extraits du gaz naturel, les sommes versées au Fonds d'indemnisation pétrolière, ni les prélèvements de participation canadienne.
(4) Ne comprend pas la contribution du gouvernement fédéral.
(5) Comprend l'impôt sur les revenus pétroliers, l'impôt sur les revenus pétroliers supplémentaires, la taxe à l'exportation sur pétrole, la taxe d'accise sur l'essence, la taxe sur le gaz naturel et les liquides extraits du gaz naturel, les sommes versées aux participation canadienne.
(6) Comprend les retenues fiscales sur les revenus des non-résidents, les revenus de placements et les provisions pour amortissement du coût en capital.



Expenditures

Total federal expenditures as a percentage of GNE have increased from 17.8 per cent in 1970 to 25.5 per cent in 1984. Most of this increase can be accounted for by growth in outlays for statutory programs,* which have risen from about 10 per cent of GNE in 1970 to nearly 16 per cent in 1984. The largest part of statutory spending arises from a few major programs, including most transfers to persons and to other levels of government, public debt charges, and a number of subsidy programs. Goods and services expenditures and most capital assistance programs are non-statutory.

* The distinction between statutory and non-statutory or 'voted' expenditures is that the authority to spend under statutory programs continues from year to year under Acts of the current or previous Parliaments. Growth of statutory spending commitments is determined by demographic factors and economic conditions and can only be controlled through amendments to the specific legislation for each program. In contrast, spending authority for annually voted programs must be provided by Parliament through Appropriation Acts specifically for the year in question.

Dépenses

Le rapport entre les dépenses fédérales totales et le PNB est passé de 17,8 % en 1970 à 25,5 % en 1984. Cette augmentation est imputable en grande partie à la croissance des «dépenses législatives»*, dont le pourcentage par rapport à la DNB est passé pendant cette période d'environ 10 % à près de 16 %. La proportion la plus importante des «dépenses législatives» est liée à quelques grands programmes, notamment la plupart des transferts aux particuliers et aux autres niveaux de gouvernement, les dépenses afférentes à la dette publique et certains programmes de subvention. Les dépenses en biens et services et la plupart des programmes de subvention d'équipement ne sont pas des «dépenses législatives».

L'évolution du rapport des principales composantes de la dépense fédérale à la DNB est illustrée au Graphique II; (on trouvera également au Tableau 1 les

* La distinction entre les «dépenses législatives» et les «dépenses non législatives» ou sujettes à approbation annuelle tient au fait que les premières ne nécessitent d'une année à l'autre aucune nouvelle autorisation du Parlement puisqu'elles ont été approuvées de façon permanente par des lois d'une législature antérieure ou de la législature actuelle. La progression des engagements de «dépenses législatives» est déterminée par des facteurs démographiques et par la conjoncture économique et ne peut être contrôlée que par voie de modification de la législation régissant le programme concerné. Par contre, dans le cas des programmes sujets à une approbation annuelle, le pouvoir de dépenser doit être octroyé chaque année, et pour cette année seulement, par le Parlement au moyen du vote d'une loi de crédits.

Movements in the major components of federal expenditures, expressed as percentages of GNE, are shown in Chart II. (See also Table I for selected years.) Although each of the components has fluctuated considerably as a proportion of GNE, the most rapid growth during the period under review has been in interest payments on the public debt. As a percentage of GNE, debt interest payments have more than doubled from about 2.1 per cent in the early 1970s to around 5 per cent in recent years, and this rise has accounted for about two fifths of the increase in the total expenditure-to-GNE ratio between 1970 and 1984. Interest payments on the debt depend on the amount of debt outstanding and the interest rates paid on the various instruments that comprise the debt. The slight decline in interest payments as a percentage of GNE in 1983 was due to a decline in interest rates that more than offset the increase in the stock of debt in that year.

Federal transfer payments to persons have been the largest component of federal expenditures since 1972 and, because of their growth relative to GNE, they have accounted for nearly one third of the 7.7 percentage point increase in the expenditure-to-GNE ratio between 1970 and 1984. The increase in the ratio of these payments to GNE has resulted from discretionary changes in the statutory programs and from demographic and cyclical factors.

Of the major components of federal transfers to persons, unemployment insurance benefits have been the most volatile (Chart III). From 1970 to 1972 the proportion of these payments to GNE more than doubled to 1.8 per cent because of legislative changes that provided more generous benefits and extended the coverage to more workers. Rising unemployment kept the ratio high between 1975 and 1978 but, owing to some tightening in the administration of the program and an improvement in economic conditions, it subsequently declined to 1.4 per cent in 1981. However, the recession that began late in 1981 led to a sharp rise in unemployment the following year which, in turn, resulted in a steep increase in unemployment insurance payments to 2.4 per cent of GNE in 1982 and 2.6 per cent in 1983. These payments declined to 2.4 per cent of GNE in 1984.

Other major components of federal transfers to persons are also

chiffres de certaines années). Chacun de ces ratios a enregistré des variations prononcées, mais ce sont les paiements d'intérêts afférents à la dette publique qui ont eu le taux de croissance le plus rapide au cours de la période visée par cet article. En pourcentage de la DNB, ces paiements ont plus que doublé, passant d'environ 2,1 % au début des années 70 à environ 5 % au cours des dernières années. Cette augmentation explique environ 2/5 de l'accroissement du rapport entre l'ensemble des dépenses et la DNB de 1970 à 1984. Les paiements d'intérêts sont fonction de l'encours de la dette et des taux d'intérêt applicables aux différentes composantes de celle-ci. En 1983, la légère baisse du ratio des paiements d'intérêts était due à la baisse du loyer de l'argent, qui a plus que compensé l'accroissement de la dette.

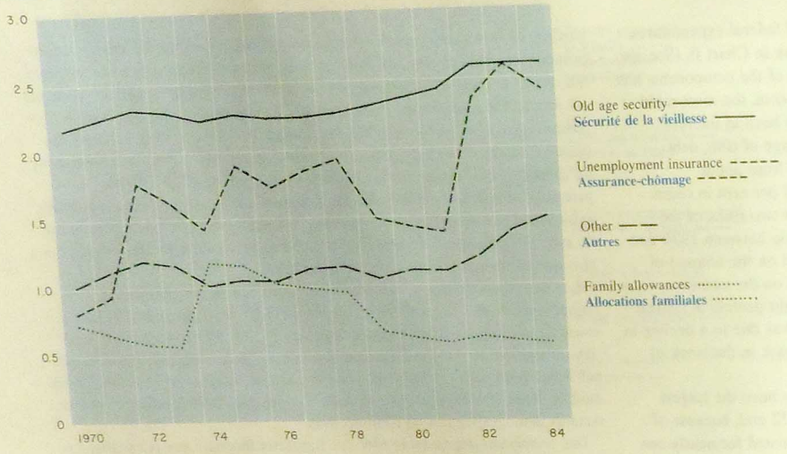
Les paiements de transfert fédéraux aux particuliers ont constitué la composante la plus importante des dépenses fédérales à partir de 1972, et, à cause de la progression du rapport de ces paiements à la DNB, ils expliquent dans la proportion du tiers l'augmentation de 7,7 points du ratio des dépenses publiques entre 1970 et 1984. L'accroissement de ce ratio est imputable à des modifications discrétionnaires apportées aux programmes «législatifs» et à des facteurs démographiques ou conjoncturels.

Des principales dépenses au titre des transferts fédéraux aux particuliers, ce sont les prestations d'assurance-chômage qui ont enregistré les fluctuations les plus marquées (voir Graphique III). De 1970 à 1972, la proportion de ces paiements par rapport à la DNB a plus que doublé pour s'établir à 1,8 %, la nouvelle législation prévoyant des prestations plus généreuses et faisant participer un plus grand nombre de travailleurs au Régime. L'accroissement du chômage a fait que ce ratio est resté élevé entre 1975 et 1978, mais par suite d'un certain durcissement des politiques appliquées dans le cadre du programme et d'une amélioration de la conjoncture économique, il est tombé à 1,4 % en 1981. Toutefois, la récession qui a commencé dans les derniers mois de 1981 a fait grimper le taux de chômage l'année suivante; ce phénomène a contribué à son tour à un accroissement marqué des prestations d'assurance-chômage, qui ont représenté 2,4 % de la DNB en 1982 et 2,6 % en 1983. Ce ratio s'est de nouveau établi à 2,4 % en 1984.

L'évolution des autres grandes composantes des transferts fédéraux aux particuliers est illustrée également au Graphique III. Par suite des modifications qui ont été apportées au régime des allocations familiales à la fin de 1973, le paiement moyen par enfant a plus que doublé pour passer à 20 dollars par mois*; les prestations ont de plus été rattachées à l'indice des prix à la

* À la même époque, le fisc a commencé à traiter ces prestations comme des revenus imposables.

Chart III Federal government transfers to persons as a percent of GNE
Graphique III Transferts du gouvernement fédéral aux particuliers, en pourcentage de la DNB



shown in Chart III. Changes in the Family Allowance program late in 1973 more than doubled the average payment per child to $20 a month,* and the payments were indexed to increases in the Consumer Price Index, although indexation was later suspended or limited in certain years. In 1979, there was a discretionary cut in the payment per child concurrent with the introduction of the refundable Child Tax Credit. Because of declining birth rates, the number of children eligible for family allowance payments has declined steadily since 1970. Old Age Security pensions, universally available to people 65 years and older, have been formally indexed to increases in the Consumer Price Index since October 1973. The income-tested Guaranteed Income Supplement has been similarly indexed but has also been subject to several additional discretionary increases in the maximum monthly payment. The number of people receiving Old Age Security has steadily increased during the period. Programs in the category of "other" transfers to persons include public sector and veteran pensions, transfers to native groups, cultural and research grants and job creation expenditures. Job creation spending has been primarily responsible for the rise in recent years in the ratio to GNE of other transfers to persons.

Transfers by the federal government to provinces and municipalities have fluctuated between 3.9 and 4.7 per cent of GNE during the period under review. The three major programs involved in transfers to provinces and municipalities are Equalization, Established Programs Financing, and the Canada Assistance Plan. The purpose of the Equalization program is to even out the per capita revenue-raising capabilities of the various provinces. Established Programs Financing was originally a 50 per cent cost-sharing arrangement with the provinces for the funding of hospitalization, medicare and post-secondary education. This practice was replaced in 1977 by a system of cash grants designed to guarantee to all provinces a given per capita funding level tied to the growth of GNE. The Canada Assistance Plan, under which the federal government pays 50 per cent of provincial expenditures on welfare programs, involved greater than normal outlays through the recent recession. The increase in 1984 in the ratio to GNE of federal transfers to provincial and municipal governments was due to extraordinary payments for Established Programs Financing that arose primarily from revisions to previous years' national accounts data.

At the start of the 1970s federal spending on current and capital goods and services was the largest category of federal expenditures at nearly 6 per cent of GNE, and this proportion remained quite steady for most of the decade. Spending restraint in 1979 and 1980 resulted in a drop in the ratio to GNE of goods and services expenditures, but the ratio has rebounded somewhat since then. Increases in 1981 and 1982 were largely due to a rebound in capital spending and the beginning of outlays on new fighter aircraft. In 1984 additional capital spending was undertaken in the form of Special Recovery Capital Projects, a new initiative consisting of accelerated federal spending on infrastructure by departments such as Transport, Public Works and Fisheries and Oceans. These were first announced in the April

* At the same time, the government also started to treat these payments as income for taxation purposes.

consommation, mais l'indexation a été suspendue ou limitée certaines années. En 1979, au moment où a été institué le crédit d'impôt pour enfants, les allocations par enfant ont fait l'objet d'une réduction discrétionnaire. En raison de la dénatalité toutefois, le nombre d'enfants admissibles a diminué régulièrement depuis 1970. Quant à la pension de sécurité de la vieillesse, dont bénéficient indistinctement tous ceux qui ont 65 ans ou plus, elle est indexée officiellement depuis octobre 1973 sur l'indice des prix à la consommation. Le supplément de revenu garanti a été lui aussi indexé, mais le versement mensuel maximum prévu par ce régime a fait l'objet de plusieurs autres augmentations discrétionnaires. Le nombre de personnes qui reçoivent la pension de vieillesse a augmenté régulièrement au cours de la période. Dans la catégorie des «autres» transferts, on trouve les pensions du secteur public et des anciens combattants, les prestations aux autochtones, les subventions aux activités culturelles et aux recherches et les dépenses liées à la création d'emplois. C'est surtout aux programmes de création d'emplois que l'on doit l'accroissement du ratio des autres paiements aux particuliers survenu ces dernières années.

Le rapport entre les transferts du gouvernement fédéral aux provinces et aux municipalités et la DNB a fluctué entre 3,9 % et 4,7 % au cours de la période à l'étude. Les trois principaux régimes concernés par ces paiements ont été ceux de la Péréquation, du Financement des programmes établis et de l'Assistance publique du Canada. Le programme de Péréquation vise à égaliser le montant des impôts que les provinces perçoivent par habitant. Le Financement des programmes établis reposait à l'origine sur un accord prévoyant un partage égal des frais d'hospitalisation, d'assurance-maladie et d'éducation post-secondaire entre le gouvernement fédéral et les différentes provinces. Il a été remplacé en 1977 par un régime de subventions en espèces destiné à garantir à chaque province un niveau de financement par habitant qui augmente avec la DNB. Le Régime d'assistance publique du Canada, en vertu duquel le gouvernement fédéral assume 50 % des dépenses provinciales au titre du bien-être social, a occasionné durant la dernière récession des dépenses supérieures à la normale. L'accroissement, observé en 1984, du ratio des paiements de transfert du gouvernement fédéral aux provinces et municipalités a été imputable aux paiements extraordinaires que le régime de Financement des programmes établis a dû effectuer par suite de certaines révisions apportées aux comptes nationaux des années précédentes.

Au début des années 70, les dépenses du gouvernement fédéral en biens de consommation et en biens d'équipement constituaient la plus importante rubrique du budget fédéral. Elles représentaient alors une proportion de près de 6 % de la DNB, qui s'est maintenue de façon constante pendant la majeure partie de la décennie. En 1979 et en 1980, la compression des dépenses publiques s'est traduite par une chute du ratio des dépenses en biens et services, mais ce taux s'est plus ou moins redressé depuis. Les augmentations enregistrées en 1981 et 1982 étaient dues surtout à la reprise des dépenses d'investissement et aux premières sorties de fonds consacrées à la fabrication d'un nouveau type d'avion de chasse. En 1984, de nouvelles dépenses d'investissement ont été entreprises dans le cadre du Projet spécial de relance, nouveau programme consistant en une accélération des dépenses dans des travaux d'infrastructure effectuées par certains ministères fédéraux, notamment Transports Canada, Travaux publics et Pêches et Océans. Annoncées dans le budget d'avril 1983, ces dépenses avaient pour but de faciliter la reprise et la croissance à long terme de l'économie canadienne.

D'autres dépenses publiques telles que les subventions d'équipement, les subventions et les transferts aux non-résidents, qui ne comptaient que pour 1,1 % de la DNB en 1970, sont passées à 2,9 % en 1984, soit une augmentation de 1,8 point. De ce chiffre, 1,2 point provient de trois importants programmes énergétiques qui n'existaient pas en 1970, à savoir le Programme de subvention

1983 Budget, and were designed to facilitate the recovery and longer-term growth of the Canadian economy.

Other expenditures, which include capital assistance, subsidies and transfers to non-residents, rose from 1.1 per cent of GNE in 1970 to 2.9 per cent in 1984. Of this 1.8 percentage point increase, 1.2 points are accounted for by three major energy programs that were not in existence in 1970: subsidies on imported oil, subsidies on new and synthetic oil, and the Petroleum Incentives Program, under which payments began in 1974, 1978 and 1982, respectively. The statutory oil subsidy programs were intended to support a uniform domestic oil price that would cushion Canadians against high or rising world oil prices. The large increases in world oil prices late in 1973 and in 1979 led to substantial payments under these subsidy programs. The Petroleum Incentives Program was set up to provide grants to Canadian-owned corporations for oil exploration and drilling activity.*

In summary, most of the 7.7 percentage point increase in the ratio of total expenditures to GNE from 1970 to 1984 can be accounted for by a few major expenditure categories. Interest payments contributed 2.9 percentage points of the increase, transfers to persons 2.3 percentage points (of which 1.6 points were due to unemployment insurance benefits), and the three energy programs contributed 1.2 percentage points.

Revenues

Relative to developments on the expenditure side, the evolution of total federal revenues as a share of GNE since the early 1970s has been rather flat, starting and ending the period at a ratio of about 18.5 per cent (Chart I). The only significant features in the profile are the increases in the ratio in 1974 and in 1980 and 1981 and the five years of steady decline between the mid and late 1970s. The major components of federal revenues as proportions of GNE are presented in Chart IV. (See also Table I for selected years.)

The increase in federal revenues in 1974 was due primarily to the introduction in 1973 of the oil export tax on crude oil and petroleum products exported from Canada.* Corporate income taxes also contributed to revenue growth in the expansionary 1973-74 period.

There were several major developments during the 1975-79 period when federal revenues relative to GNE were in decline. Discretionary cuts were made in personal, corporate and indirect taxes in late 1974 and early 1975 to encourage recovery from the 1974-75 recession. Slower growth in corporate profits relative to GNE also contributed to a decline in corporate tax revenues, while revenues from the energy export tax fell as Canadian oil production was reoriented to the domestic market. Revised arrangements for Established Programs Financing were introduced in January 1977, transferring additional tax points to the provinces and resulting in a significant decrease in federal personal income tax revenues relative to GNE. Finally, late 1978 de stimuler la reprise au moment où l'économie sortait de la récession de 1974-1975. Le ralentissement de la croissance des bénéfices des sociétés par rapport à la DNB a contribué aussi à la diminution des recettes au titre de l'impôt sur le revenu des sociétés; parallèlement, les recettes provenant de la taxe à l'exportation des produits énergétiques ont baissé, les producteurs de pétrole au Canada s'étant de nouveau tournés vers le marché intérieur. Des accords relatifs au Financement des programmes établis ont été révisés en janvier 1977; en vertu des modifications apportées, des points d'impôt supplémentaires ont été transférés aux provinces, ce qui a entraîné une diminution considérable du ratio des recettes fédérales au titre de l'impôt sur le revenu des particuliers. Enfin, on a assisté à la fin de 1978 à l'institution du crédit d'impôt pour enfants et à la réduction de la taxe de vente à la fabrication, qui est passée de 12 % à 9 %*.

Au début de la décennie en cours, le ratio des recettes fédérales s'est élevé à 19 %, puis il a semblé se stabiliser de nouveau à un peu plus de 18 %. Cela

* As a result of the Western Energy Accord, under which oil prices were deregulated in Canada on 1 June 1985, the subsidies on imported, new and synthetic oil have been eliminated, while payments under the Petroleum Incentives Program will be phased out over the next few years.

* For a list of the major discretionary revenue measures introduced since 1972, see *The Federal Deficit in Perspective*, Department of Finance, April 1983, pp. 52-3.

au pétrole importé, le Programme de subvention au pétrole nouveau et au pétrole synthétique et le Programme d'encouragement du secteur pétrolier. Les versements effectués dans le cadre de ces programmes ont commencé respectivement en 1974, 1978 et 1982. Ces programmes de subvention au pétrole, qui ont été mis sur pied en vertu de lois du Parlement, avaient pour but d'uniformiser les prix du pétrole produit au pays et de protéger ainsi les Canadiens contre les niveaux élevés ou les hausses des cours mondiaux du pétrole. L'escalade de ces cours à la fin de 1973 et en 1979 a occasionné des paiements substantiels dans le cadre des programmes de subvention. Le Programme d'encouragement du secteur pétrolier a été établi dans le but d'aider les sociétés canadiennes qui désiraient faire de l'exploration pétrolière et du forage*.

En résumé, la plus grande partie des 7,7 points d'accroissement du rapport des dépenses globales à la DNB sur la période 1970-1984 peut être ventilée comme suit : 2,9 points pour les paiements d'intérêts, 2,3 points pour les transferts aux particuliers (dont 1,6 pour les prestations d'assurance-chômage) et 1,2 point pour les trois programmes énergétiques.

Les Recettes

Contrairement au ratio des dépenses, celui des recettes s'est peu modifié depuis le début de la dernière décennie; il se situait au début et à la fin de la période aux alentours de 18,5 % (voir Graphique I). Il a toutefois augmenté en 1974, en 1980 et en 1981, puis il a diminué pendant cinq années de suite, entre le milieu et la fin des années 70. Le Graphique IV illustre l'évolution du rapport des grandes composantes des recettes fiscales fédérales à la DNB. (On trouvera aussi au Tableau I les chiffres de certaines années.)

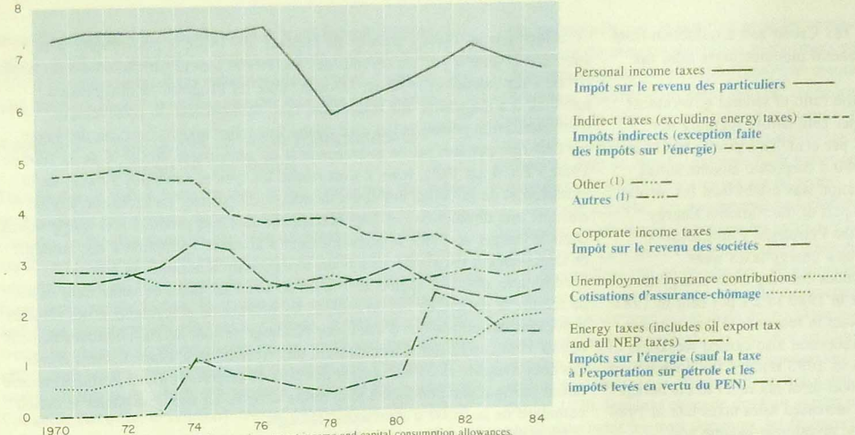
L'accroissement des recettes du gouvernement fédéral en 1974 a surtout été imputable à la création en 1973 de la taxe à l'exportation du pétrole brut et des produits pétroliers**. L'impôt sur le revenu des sociétés a aussi contribué à la croissance des recettes pendant la période d'expansion 1973-1974.

Un certain nombre de phénomènes importants se sont produits pendant la période de 1975-1979, où a diminué le ratio des recettes. À la fin de 1974 et au début de 1975, le gouvernement a procédé à des réductions discrétionnaires de l'impôt sur le revenu des particuliers, des sociétés et des impôts indirects afin

* L'Accord de l'Ouest, en vertu duquel les prix du pétrole ont été déréglementés au Canada le 1er juin 1985, a eu pour effet de supprimer les subventions au pétrole importé, nouveau et synthétique et d'étaler sur quelques années l'abolition des subventions accordées dans le cadre du Programme d'encouragement du secteur pétrolier.

** On trouvera une liste des mesures discrétionnaires relatives aux recettes fiscales prises depuis 1972 dans «Le déficit fédéral mis en perspective», ministère des Finances, avril 1983, p. 52-53.

Chart IV Federal government revenues as a percent of GNE
Graphique IV Évolution du rapport des recettes fiscales fédérales à la DNB



(1) Includes revenues from withholding tax, investment income and capital consumption allowances.
(1) Comprend les retenues fiscales sur les revenus des non-résidents, les revenus de placements et les provisions pour amortissement du coût en capital.

* Il convient aussi de signaler que les tranches de revenus des particuliers et les exemptions fiscales ont été indexées en 1974. Si aucun autre changement d'ordre fiscal n'avait été effectué, cette mesure aurait pu, à elle seule, maintenir le taux de croissance des recettes fiscales au titre de l'impôt sur le revenu des particuliers au même niveau que celui de la DNB nominale pendant la période inflationniste des années 70.

saw the introduction of the Child Tax Credit and a reduction from 12 per cent to 9 per cent in the general manufacturers sales tax rate.*

At the beginning of the 1980s the ratio of federal government revenues to GNE rose to over 19 per cent before seeming to stabilize again at slightly over 18 per cent. This profile has been due to a number of factors. In 1980 a corporate income surtax was introduced and formal indexation was established for alcohol and tobacco duties and taxes. As part of the National Energy Program, one major energy tax (the Petroleum Compensation Charge) was expanded and four new energy taxes were introduced.** Consequently, revenues deriving from energy taxes jumped from 0.7 per cent of GNE in 1980 to 2.1 per cent in 1981 before declining in subsequent years in response to the recession and lower world oil prices. The recession also caused weakness in some non-energy tax receipts. In its 1983 Budget, the government adopted a strategy of selective short-term tax relief to encourage economic recovery, followed by increased sales taxes late in 1984 to help reduce the deficit. Finally, investment income and revenues from unemployment insurance contributions relative to GNE have increased significantly since 1980 as a result, respectively, of historically high interest rates and the rise in contribution rates. The increase in contribution rates reflects a commitment in the longer term to eliminate the cumulative deficit of the unemployment insurance fund.

In summary, the pattern displayed by federal revenues since the early 1970s has been influenced primarily by discretionary tax changes introduced by the government. Tax increases, many related to developments in the energy sector, were responsible for the generation of peaks in the revenue-to-GNE ratio in 1974 and 1981, while the period of declining revenues beginning in 1975 coincided with a series of discretionary tax cuts. The net result of these fluctuations was that the ratio of total federal revenues to GNE in 1984 was essentially unchanged from its level in the early 1970s. If energy-related tax revenues are excluded, however, the ratio declines by 1.2 percentage points over the same period.

* It might also be noted that personal income brackets and tax exemptions were indexed beginning in 1974. In the absence of other tax changes, this move in itself would have kept the growth in personal income tax revenues close to that of nominal GNE during the inflationary period of the 1970s.

** These discretionary energy tax measures were: the Petroleum and Gas Revenue Tax, the Incremental Oil Revenue Tax, the Natural Gas and Gas Liquids Tax, and the Canadian Ownership Special Charge. As a result of the Western Energy Accord of 27 March 1985, all but one of these taxes has now been eliminated. The exception is the Petroleum and Gas Revenue Tax, which is to be phased out by 1989.

s'explique par un certain nombre de facteurs. En 1980, le gouvernement a adopté une surtaxe sur les revenus des sociétés et indexé officiellement les droits et taxes sur l'alcool et le tabac. Dans le cadre du Programme énergétique national, il a augmenté une importante taxe sur l'énergie (le prélèvement d'indemnisation pétrolière) et créé quatre nouvelles taxes*. Le ratio des taxes sur l'énergie perçues par le gouvernement est ainsi passé de 0,7 % de la DNB en 1980 à 2,1 % en 1981, mais il s'est ralenti les années suivantes à cause de la récession et de la baisse des cours mondiaux du pétrole. La récession a aussi entraîné une diminution des impôts frappant quelques produits non énergétiques. Dans le budget de 1983, le gouvernement a annoncé l'adoption d'une stratégie de dégrèvement fiscal sélectif à court terme visant à stimuler la reprise économique, puis il a augmenté à la fin de 1984 les taxes de vente dans le but de réduire le déficit. En fin de compte, les revenus de placements et les recettes provenant des cotisations d'assurance-chômage se sont accrus considérablement depuis 1980, en raison respectivement des niveaux exceptionnellement élevés des taux d'intérêt et du relèvement des taux de cotisation. Cette dernière mesure faisait partie d'une politique à long terme adoptée en vue de combler le déficit cumulatif de la caisse d'assurance-chômage.

En résumé, le profil qu'ont affiché les recettes fédérales à partir du début des années 70 a été influencé principalement par les modifications discrétionnaires des impôts. Les augmentations d'impôts, dont un grand nombre étaient liées à des phénomènes survenus dans le secteur énergétique, expliquent les sommets qu'a enregistrés le ratio des recettes en 1974 et en 1981, mais la période de diminution des recettes qui a commencé en 1975 a coïncidé avec une série de réductions discrétionnaires des impôts. Tout compte fait, ces mesures n'ont pas donné lieu à des variations sensibles du ratio des recettes du gouvernement fédéral, qui était en 1984 à peu près au même niveau qu'au début des années 70. Toutefois, si l'on exclut les recettes fiscales provenant du secteur énergétique, on observe que ce ratio a diminué de 1,2 point sur cette période.

* Ces taxes discrétionnaires ont été la Taxe sur les recettes pétrolières et gazières, la Taxe sur les recettes pétrolières supplémentaires, la Taxe sur le gaz naturel et les liquides de gaz naturel et la Redevance spéciale canadianisation. En vertu de l'Accord de l'Ouest, qui a été conclu le 27 mars 1985, ces taxes ont été supprimées, sauf la Taxe sur les revenus du pétrole et du gaz naturel, qui sera abolie graduellement dans les prochaines années.

Appendix: Cyclical and inflation adjustments to measures of the deficit

The surplus or deficit measure used in this article was the federal government's net national accounts position published by Statistics Canada. In the discussion, it has been emphasized that the variations in revenues and expenditures (and thus, the net national accounts position) have arisen from discretionary policy initiatives, from demographic factors, from domestic economic conditions, and from developments external to Canada. In this last category would be changes in world energy prices, which can significantly affect both energy-related taxes and subsidies, and the level of world interest rates, which can produce significant fluctuations in Canadian rates and in required interest payments on the stock of debt.

The published national accounts position can be adjusted to try to eliminate the effects of economic fluctuations. The resulting "cyclically adjusted position" is an estimate of the deficit or surplus that would have occurred under the existing structure of tax and expenditure programs if the economy were operating at a level of activity that had been adjusted to eliminate cyclical fluctuations.* One estimate of the cyclically adjusted position is shown in Chart V. Like the actual national accounts position, the cyclically adjusted position has been in deficit nearly every year since 1970. In each of the last eight years, but most notably in the last three years, cyclical factors have contributed to the size of the deficit, as evidenced by the cyclically adjusted position being less negative than the national accounts position. The existence of deficits in the cyclically adjusted position since the early 1970s could be interpreted as meaning that the stance of fiscal policy has been continuously stimulative. However, such an interpretation would be far too simplistic given the practical difficulties

* For a detailed discussion of the methodology of cyclical adjustment and a number of associated problems and issues, see pages 55-61 of "The Federal Deficit in Perspective", Department of Finance, April 1983.

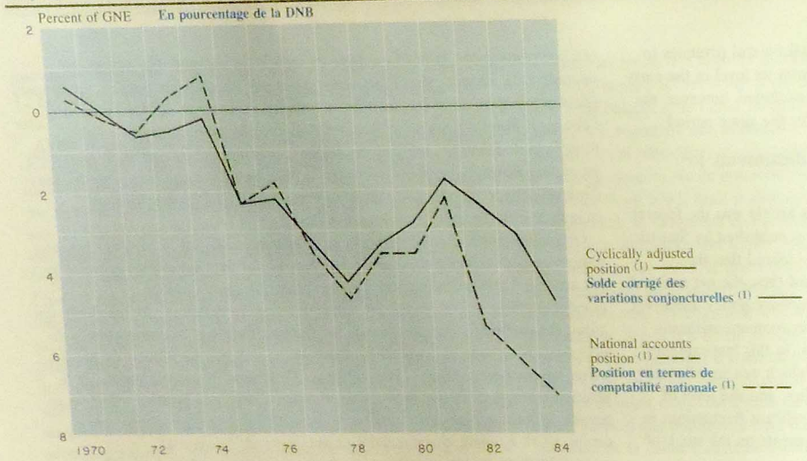
Annexe: Les ajustements apportés au déficit pour éliminer les incidences de l'inflation et de la conjoncture

Dans l'article qui précède, on a utilisé comme mesures de l'excédent ou du déficit du gouvernement fédéral les chiffres de la position nette du gouvernement en termes de comptabilité nationale, que publie Statistique Canada. On a montré que les variations des recettes et des dépenses publiques (et, par conséquent, la position nette en termes de comptabilité nationale) découlent de mesures discrétionnaires prises par les pouvoirs publics, de facteurs démographiques, de la conjoncture économique interne et de l'évolution à l'étranger. Entrent dans cette dernière catégorie, les variations des cours mondiaux de l'énergie, qui peuvent influencer fortement les subventions versées au secteur énergétique et les impôts qu'il paie, de même que le niveau des taux d'intérêt dans le monde, qui peut faire varier considérablement les taux canadiens et les intérêts à payer sur la dette.

On peut apporter des ajustements aux chiffres établis sur la base des comptes nationaux pour tenter d'éliminer les incidences que les fluctuations économiques ont sur eux. Le «solde budgétaire après correction des variations conjoncturelles» qui en résulte est une estimation du déficit ou de l'excédent qui aurait été enregistré, compte tenu de la structure fiscale et des programmes de dépenses en vigueur, si l'activité économique n'avait pas été influencée par des variations conjoncturelles*. On trouvera au Graphique V une estimation de la position corrigée des variations conjoncturelles. Comme la position effective en termes de comptes nationaux, celle-ci a été déficitaire presque chaque année depuis 1970. Pendant chacune des huit dernières années, et tout particulièrement les trois dernières, les facteurs conjoncturels ont contribué à faire augmenter la taille du déficit; en témoigne le fait que le déficit obtenu après correction des variations conjoncturelles a été plus grand que le déficit en termes de comptabilité nationale. La persistance, depuis le début des années 70, des déficits obtenus après correction des variations conjoncturelles peut être interprétée comme le résultat d'une politique budgétaire constamment expansionniste. Toutefois, une telle interprétation est beaucoup trop simpliste étant donné les difficultés d'ordre pratique que présente l'estimation des positions corrigées des variations conjoncturelles. En fait, on préfère souvent utiliser comme indicateur de l'orientation de la politique budgétaire la *variation* enregistrée par ces positions d'une année à l'autre plutôt que le niveau de l'activité, parce que cette donnée montre bien le sens dans lequel se fait le changement et est moins sujette à des erreurs de calcul que le niveau de l'activité. Cette méthode permet de voir que d'importantes mesures expansionnistes ont été prises en 1975, 1977, 1978 et de 1982 à 1984, tandis que les changements observés en 1979, 1980 et 1981 dénotent une orientation restrictive. Toutefois, ces mesures présentent elles aussi des lacunes car les changements d'orientation de la politique budgétaire dont elles font état ne sont

* On trouvera aux pages 55 à 61 de la publication du ministère des Finances intitulée «Le déficit fédéral mis en perspective» (avril 1983) un exposé détaillé sur la méthode suivie pour éliminer des données les incidences des variations conjoncturelles et sur un certain nombre de problèmes et de questions connexes.

Chart V Actual national accounts and cyclically adjusted positions of the federal government
Graphique V Solde budgétaire observé du gouvernement fédéral, après correction des variations conjoncturelles (en termes de comptabilité nationale)



Sources: "The Federal Deficit in Perspective", Department of Finance, April 1983, and "Economic Review", Department of Finance, April 1985.

(1) The actual national accounts position is taken as a percentage of actual GNE while the cyclically adjusted position is taken as a percentage of cyclically adjusted GNE.

Sources: "Le déficit fédéral mis en perspective", ministère des Finances, avril 1983 et la "Revue économique", ministère des Finances, avril 1985.

(1) Le solde observé en termes de comptabilité nationale est indiqué en pourcentage des données effectives de la DNB; le solde corrigé des variations conjoncturelles est calculé en pourcentage de la DNB, corrigée elle aussi des variations conjoncturelles.

associated with the estimation of cyclically adjusted positions. In fact, the *change* in the cyclically adjusted position from year to year rather than the level is often preferred as an indicator of fiscal stance because it focuses attention on the direction of change and is moreover less affected than the level by measurement error. Using this approach, one can identify significant stimulative fiscal changes as having occurred in 1975, 1977, 1978 and 1982 through 1984 while the changes in 1979, 1980 and 1981 imply fiscal restraint. However, even this measure has it shortcomings because these apparent changes in fiscal stance are not always related solely to discretionary policy intitiatives by the government. As has already been noted, other factors which are neither cyclical nor discretionary (factors such as developments external to Canada) can influence the size of the deficit.

Some analysts claim that, in addition to a correction for cyclical factors, it is useful to adjust the deficit to take account of reductions in the real value of the stock of outstanding federal debt caused by inflation. The argument is that such an inflationary

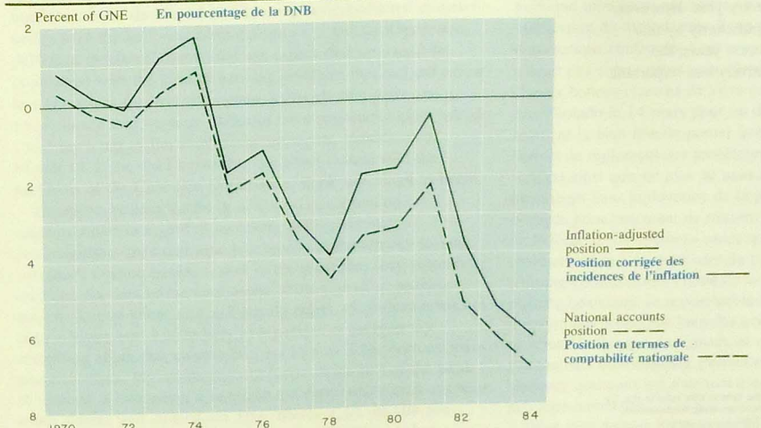
pas toujours exclusivement liés à des mesures discrétionnaires. Comme on l'a déjà signalé, d'autres facteurs qui ne sont ni d'ordre conjoncturel ni de nature discrétionnaire (comme par exemple des événements survenus à l'étranger) peuvent influencer l'ampleur du déficit.

Certains analystes pensent qu'en plus d'éliminer l'incidence des facteurs conjoncturels, on peut aussi ajuster le déficit pour tenir compte de la diminution de la valeur réelle du stock des dettes fédérales qu'entraîne l'inflation. Selon ces analystes, un tel ajustement permet d'obtenir une meilleure évaluation de

l'incidence que les déficits du secteur public ont sur l'économie. L'ajustement qu'ils proposent consiste à déterminer l'augmentation du déficit due à l'accroissement des paiements d'intérêts sur la dette publique en période d'inflation; en effet, les détenteurs de titres du gouvernement réclament dans une telle conjoncture des intérêts plus élevés pour compenser la réduction de la valeur réelle de leurs créances. Si cette part des revenus constituée par les intérêts est épargnée, l'augmentation du déficit imputable à l'inflation n'aura aucune incidence sur la dépense globale*.

* Seuls les déficits corrigés des incidences de l'inflation font augmenter le ratio de la dette. Si la dette augmente seulement à cause de l'augmentation des intérêts rendue nécessaire par l'inflation, la DNB en termes nominaux augmente elle aussi dans la même proportion à cause de l'inflation.

Chart VI Actual national accounts and inflation-adjustment positions of the federal government
Graphique VI Position observée du gouvernement fédéral en termes de comptabilité nationale, après correction des incidences de l'inflation



Sources: "The Federal Deficit in Perspective", Department of Finance, April 1983, and "Economic Review", Department of Finance, April 1985.
Sources: "Le déficit fédéral mis en perspective", ministère des Finances, avril 1983 et la "Revue économique", ministère des Finances, avril 1985.

adjustment provides a better estimate of the impact on the economy of government deficits. The suggested inflation adjustment measures the amount by which the deficit is increased as a result of higher debt service (interest) payments required by holders of government debt to compensate them for the reduction in the real value of their debt caused by inflation. If this component of interest income is in fact saved, then increased deficits arising from this source will have no effect on total spending in the economy.*

The inflation adjustment is subtracted from the actual national accounts position to get the inflation-adjusted position.** One estimate of the inflation-adjusted position is shown in Chart VI. The difference between the inflation-adjusted position and the national accounts position in each year represents the deficit (net new borrowing) that would have been necessary to keep the real stock of outstanding debt constant. The inflation-adjusted deficit is less negative than the actual deficit throughout the period because there was positive price inflation in every year. However, the basic pattern of deficits is not changed significantly by this adjustment and, as inflation has declined in recent years, the magnitude of the adjustment has become relatively less important.

Pour corriger la situation financière du gouvernement des incidences de l'inflation, on soustrait le montant indiqué ci-dessus de la situation effective établie sur la base des comptes nationaux*. L'évolution du solde ainsi obtenu est illustrée au Graphique VI. La différence que l'on remarque pour chaque année entre la situation corrigée des incidences de l'inflation et celle établie en termes de comptabilité nationale représente le déficit (nouveaux emprunts nets) qui aurait permis de garder à un niveau constant le stock réel de dettes. Le déficit corrigé des incidences de l'inflation est moins grand que le déficit effectif au cours de toute la période étudiée parce qu'il y a eu chaque année un taux d'inflation positif. Toutefois, cet ajustement ne modifie pas sensiblement le profil fondamental des déficits, dont l'ampleur a quelque peu diminué ces dernières années avec la baisse du taux d'inflation.

* Only deficits measured on an inflation-adjusted basis cause the debt to GNE ratio to rise. To the extent that the debt is rising solely because of inflation-related servicing requirements, nominal GNE will also be rising proportionally because of inflation.

** For a description of the methodology of inflation adjustment, see pages 63-65 of "The Federal Deficit in Perspective", op. cit.

* On trouvera aux pages 63 à 65 de la publication intitulée «Le déficit fédéral mis en perspective», op. cit., un exposé de la méthode utilisée pour éliminer des données les incidences de l'inflation.

Address by Gerald K. Bouey Governor of the Bank of Canada

to the Canadian Club
Toronto, 23 September 1985

When I received the invitation of your President last winter to speak to the Canadian Club this autumn I thought it most likely that my remarks would be devoted entirely to questions related to monetary policy. A speech at this time would give me the useful opportunity of presenting an account of the way economic conditions have developed and how we have conducted monetary policy over the half year from the time my Annual Report was published in March. Since I did not expect that we would be confronted with the kind of banking problems that had not arisen in this country for over sixty years, I thought that there was a good chance that we were at last in for a reasonably quiet period. I sent my letter to Jim Pitblado accepting the invitation on March 14. Little did I know that the effort to deal with the problems of the Canadian Commercial Bank was about to begin.

Therefore, besides the Bank of Canada's continuing responsibilities in regard to monetary policy, our main preoccupation since that time has been with the attempt to save two small western banks – small in the sense that they account for only one per cent of the total assets of the Canadian banking system. As you know, and as I greatly regret, the outcome has not been a happy one. I want later in my remarks today to say something about that episode because I know it has been on many people's minds. My references will focus on the role of the Bank of Canada, a role which it seems to me from what I read and hear is not always well understood. First, however, let me talk about matters related to our major responsibility, monetary policy.

In my Annual Report last spring I described the continued recovery of the Canadian economy from the recession of 1982.

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

organisé par le Canadian Club
à Toronto le 23 septembre 1985

Lorsque j'ai reçu, l'hiver dernier, l'invitation du président du *Canadian Club* à prendre la parole au déjeuner d'aujourd'hui, j'étais presque certain que mes commentaires porteraient exclusivement sur des sujets liés à la politique monétaire. Je croyais qu'un déjeuner-causerie organisé au début de l'automne m'offrirait l'occasion de retracer l'évolution de la situation économique et de la politique monétaire appliquée au cours des six mois écoulés depuis la publication de mon dernier Rapport annuel. Comme je ne prévoyais pas que nous serions confrontés à un type de problèmes que notre système bancaire n'avait pas connu depuis plus de soixante ans, j'avais pensé que nous avions d'assez bonnes chances de vivre enfin une période de calme relatif. J'ai écrit à Jim Pitblado le 14 mars pour lui dire que j'acceptais son invitation. J'étais à ce moment-là bien loin de penser que nous étions sur le point de mettre en branle l'effort de règlement des problèmes de la Banque Commerciale du Canada.

C'est ainsi que, en plus de nous acquitter des responsabilités qui nous incombent dans le domaine de la politique monétaire, nous nous sommes depuis occupés principalement de trouver les moyens de sauver deux petites banques de l'Ouest; je dis «petites» parce que les bilans de ces deux institutions ne représentent que un pour cent du bilan consolidé du système bancaire canadien. Comme vous le savez, l'issue de la tentative n'a pas été heureuse; et je le regrette beaucoup. Je reviendrai là-dessus dans un moment, car c'est une question qui préoccupe bien des gens. À cet égard, je traiterai surtout du rôle qu'a joué la Banque du Canada et qui, d'après ce que j'ai lu et entendu, n'est pas toujours bien compris. Permettez-moi cependant de vous parler d'abord de quelques questions qui touchent à notre principale sphère de compétence, la politique monétaire.

Dans mon dernier Rapport annuel, publié au printemps, j'ai examiné la reprise économique qui s'est produite au Canada après la récession de 1982. Étant donné les problèmes qui se posaient dans certaines régions et dans

The fact that we were still some distance from full prosperity was evident in the difficulties still being encountered in some regions and industries and in the persistence of a high unemployment rate. Nevertheless I concluded that our economy was in better shape than it had been for some time, and I expressed some confidence in our prospects for the future. I am pleased to say that events during the last six months have served to reinforce that view.

During the first two years of this recovery, a major source of stimulus was the rapid economic expansion in the United States. The value of our exports to the United States increased by more than 45 per cent from 1982 to 1984. While the contribution to our economic recovery from the strong expansion of spending in the United States has been very welcome indeed, there have been concerns that our recovery has been too narrowly based. The fear seemed to be that when the rise in economic activity began to slow in the United States, as it was bound to eventually, Canada would slide back into recession. Such views were far too pessimistic about our underlying economic situation but the concern was nonetheless understandable. The heavy indebtedness accumulated by both households and businesses in Canada during the period of high inflation had left them vulnerable and, with the fear of a return of high interest rates never far from people's minds, confidence in the Canadian economy was at a low ebb. Through 1983 and 1984 many individuals and businesses gave priority to reducing their indebtedness, and we saw only moderate advances in spending by consumers and no increase in investment.

By the beginning of 1985 the financial health of both businesses and individuals had become much improved. Also, the progress in bringing down inflation both in Canada and overseas, and the record in keeping it down, provided a much firmer basis for economic expansion than had existed for some time. It is true that there were discouraging increases in interest rates in the first half of 1984 and again in early 1985. Still, a sustained improvement in inflation performance in the industrial world was bound eventually to be reflected in lower interest rates. I am pleased that not only have the increases in interest rates that occurred early this year been reversed but that many rates have declined further.

The improvement in consumer and business confidence has produced increased spending on consumer goods, housing, and business investment this year. We can also welcome some signs of improvement in those regions of the country where the recovery has up to now been rather weak. Even so, the pace of activity still remains strongest in central Canada.

The sustained advance in economic activity has led to substantial increases in employment and has at the same time attracted many workers, particularly women, into the labour force. The unemployment rate has continued to decline but, at 10.3 per cent in August, still remains far too high.

The earlier improvement in our inflation performance has been maintained although some indicators point to a slight quickening in the pace of price increases so far this year. However both the wage bargaining process and adjustments in salaries seem to have been realistic in recognizing the improved outlook for inflation in Canada. And the price pressures that have occurred as the Canadian dollar weakened from early 1984 to early 1985 have in our present economic circumstances largely been absorbed.

With a 4 per cent rate of inflation currently, there is clearly still room for improvement but I see no signs of any reversal of the basic trend towards better price performance. Indeed I am more hopeful about the longer-run prospects for inflation than I have been for some time. What is particularly important is that the objective of stable prices appears to be increasingly accepted in public attitudes. There is very little support these days for taking risks with inflation. Unfortunately people had to learn from bitter experience that inflation brings with it no lasting gains but only substantial costs. Monetary policy has a special responsibility for ensuring that the bitter experience does not get repeated.

For some time, in line with our improving inflation performance, the objective of the Bank of Canada has been to encourage lower interest rates in this country. However, the road to lower interest rates has had some detours. That is why I devoted so much space in my last Annual Report to explaining the different influences, both domestic and external, at work in shaping the particular path taken by Canadian interest rates. The key element in our experience in 1984 and early 1985 was the demonstration that if confidence in the international value of the Canadian dollar becomes undermined, it is impossible to "buy" lower Canadian interest rates by permitting a further depreciation of the dollar.

Early this year, as the U.S. dollar strengthened sharply and the

certains secteurs d'activité et le chômage élevé qui sévissait encore, il était évident que nous étions assez loin de la prospérité générale. Mais je n'en affirmais pas moins, en guise de conclusion, que notre situation économique était meilleure qu'elle n'avait été depuis quelque temps et que les perspectives d'avenir m'inspiraient une certaine confiance. J'ai le plaisir de constater que la conjoncture des six derniers mois a confirmé ce point de vue.

Durant les deux premières années de la reprise, la croissance rapide de l'économie américaine a grandement stimulé l'activité économique au Canada. De 1982 à 1984, la valeur de nos exportations à destination des États-Unis s'est accrue de plus de 45 %. Certes, les effets sur notre économie de la vigoureuse expansion de la dépense aux États-Unis ont été accueillis avec satisfaction, mais le fait que notre reprise reposait sur une base aussi étroite a donné lieu à certaines inquiétudes. On semblait craindre que le Canada ne soit de nouveau entraîné dans une récession au moment du ralentissement de l'activité économique aux États-Unis. Cette perception de l'évolution tendancielle de notre situation économique était beaucoup trop pessimiste, mais on peut comprendre l'inquiétude des gens. Les lourdes dettes accumulées par les entreprises et les particuliers au Canada au cours de la période d'inflation aiguë les avaient rendus vulnérables et, comme la crainte de voir revenir les taux d'intérêt élevés ne s'était pas complètement dissipée, la confiance qu'inspirait l'économie canadienne était assez faible. Durant les années 1983 et 1984, un grand nombre de particuliers et d'entreprises se sont donc surtout évertués à réduire leur endettement, de sorte que l'accroissement des dépenses de consommation a été faible, et celui des investissements nul.

Au début de 1985, la situation financière des entreprises et des particuliers s'était déjà grandement améliorée. De plus, la réduction du taux d'inflation aussi bien au Canada qu'à l'étranger et le fait qu'on ait réussi à le maintenir à un bas niveau constituait pour l'économie une base de croissance beaucoup plus solide que celle qu'on avait eue depuis bon nombre d'années. Il est vrai que les taux d'intérêt ont enregistré des hausses décevantes au premier semestre de 1984 et au début de 1985. Le recul constant de l'inflation dans les pays industriels devait finir par entraîner une baisse des taux d'intérêt. Je me réjouis de constater que non seulement les hausses de taux d'intérêt survenues en début d'année se sont inversées mais encore que bon nombre de ces taux ont continué à baisser.

Le regain de confiance des particuliers et des entreprises a stimulé les dépenses au titre des biens de consommation, du logement et des investissements au cours de l'année . Nous décelons également des signes d'amélioration dans les régions du pays où la reprise a jusqu'ici été plutôt faible. Il reste que le rythme de l'activité est toujours plus vigoureux dans les régions centrales du pays.

La progression soutenue de l'activité économique a entraîné un accroissement considérable de l'emploi, tandis qu'un grand nombre de travailleurs, en particulier des femmes, ont été attirés sur le marché du travail. Le chômage a continué de baisser; mais le taux de 10,3 % enregistré en août est bien sûr encore beaucoup trop élevé.

L'amélioration réalisée il y a quelque temps en matière d'inflation a été sauvegardée. Certains indicateurs révèlent que la hausse des prix s'est légèrement accélérée depuis le début de l'année. Il semble bien cependant que le résultat des négociations et des rajustements de salaires témoigne d'un certain réalisme en ce sens qu'il tient compte de l'amélioration au chapitre de l'inflation qui est en perspective au Canada. Et, dans la conjoncture économique actuelle, les pressions à la hausse qui se sont exercées sur les prix par suite de la baisse du dollar canadien survenue du début de 1984 au début de 1985 ont pu être résorbées dans une large mesure.

Le taux d'inflation actuel de 4 % n'est bien sûr pas satisfaisant, mais rien ne semble présager un renversement de la tendance fondamentale vers une meilleure tenue des prix. En ce qui concerne les perspectives à long terme en matière d'inflation, je suis de fait plus confiant maintenant que je ne l'étais il y a quelque temps. Ce qui importe surtout, c'est que le public semble accepter de plus en plus l'objectif de la stabilité des prix. Très peu de gens sont disposés à l'heure actuelle à appuyer les mesures qui comportent des risques inflationnistes. Malheureusement, c'est au prix d'une expérience douloureuse que les gens ont appris que l'inflation n'engendre aucun gain durable, mais seulement des coûts considérables. L'un des principaux objectifs de la politique monétaire est de voir à ce que cette expérience douloureuse ne se répète pas.

Profitant de la régression de l'inflation, la Banque du Canada s'est fixé comme objectif de favoriser un retour des taux d'intérêt canadiens à des niveaux plus bas. Mais la route qu'il a fallu suivre comportait quelques détours. C'est pourquoi j'ai tant insisté dans mon dernier Rapport annuel sur les divers facteurs qui déterminent, tant de l'intérieur que de l'extérieur, l'évolution des taux d'intérêt canadiens. Ce qui ressort surtout de l'expérience de 1984 et du début de 1985, c'est qu'il est impossible, une fois effritée la confiance dans la valeur internationale du dollar canadien, de faire baisser les taux d'intérêt en permettant que la monnaie se déprécie encore davantage.

Au début de l'année, lorsque le dollar américain est monté en flèche et que le cours du dollar canadien par rapport à cette devise a touché un creux, nous avons vécu une situation financière fort difficile. Après cette période de fortes pressions à la baisse sur le taux de change, nous nous sommes retrouvés avec des taux d'intérêt plus élevés qu'auparavant et avec des écarts encore plus grands par rapport aux taux pratiqués aux États-Unis. L'appréciation du dollar

Canadian dollar reached a new low point in terms of U.S. currency, our financial situation was in fact distinctly uncomfortable. Following this bout of exchange rate pressure, we found ourselves with interest rates higher than before and with a wider margin above U.S. interest rates. The appreciation of the U.S. dollar against most other currencies aggravated still further the distortion of international exchange rates. The relationship of the Canadian dollar to other major currencies was pushed further out of line. Canadians found themselves even more competitive in U.S. markets, sometimes to the point of generating protectionist responses from the United States. But at the same time the position of those companies and industries engaged in selling to overseas countries became even more difficult. That situation has been described to me as something like having your head in the oven and your feet in the fridge. Your average body temperature may still be normal but the overall feeling will certainly be uncomfortable.

I am pleased to report that the situation in our financial markets has become more comfortable in recent months. U.S. interest rates have come down as economic growth has slowed in that country. This decline in interest rates is welcome although I would much rather that the decline was the result of action to reduce the U.S. fiscal deficit. As well, the U.S. dollar has depreciated and exchange rates around the world are somewhat less distorted than before. The Canadian dollar has depreciated correspondingly against most major overseas currencies, and that should be helping to ease some of the strains on companies with traditional markets in overseas countries.

At the same time our exchange rate with the U.S. dollar has been reasonably stable, after recovering from the low point reached last March. With the benefit of this more stable environment there appears to be some recovery of confidence in the Canadian dollar. As a result it has been possible to narrow the margin of our interest rates above those in the United States. The combination of the decline in external interest rates plus the narrowing of these margins has brought interest rates in Canada down significantly since last March, and some rates are at the lowest levels seen since 1979. I would still like to see lower interest rates in Canada but we may soon be approaching a point where more progress will be needed both with respect to inflation and in reducing fiscal deficits here and elsewhere if we are going to have further sustained reductions in interest rates.

In this report on economic and monetary policy developments I have been emphasizing our improved domestic performance; however I should also point out that the international situation is surrounded by considerable uncertainty. In particular there is the U.S. budgetary deficit and its effect on interest rates both in the United States and the rest of the world. The high U.S. interest rates have been a major cause of the distortions in the international value of the U.S. dollar and hence in the structure of the U.S. balance of payments. An ever larger trade deficit is now fanning protectionist sentiment in that country. No one can be sure where that can lead. The position of heavily indebted developing countries also remains rather worrisome. Nonetheless, our own improved economic performance still provides grounds for a positive view of the future. External events can and will affect us, but our domestic situation is now much more resilient than it was before, and we are much better placed to withstand external complications while continuing to get our own house in better order.

* * *

As I mentioned at the beginning, I would also like to make some comments on the Bank of Canada's involvement in the developments surrounding the Canadian Commercial Bank and the Northland Bank. There will be an occasion to review these developments with a parliamentary committee and I will limit myself here to making a few basic points about the Bank of Canada's role.

Perhaps I should start by stating what our role in regard to banks experiencing difficulties is not. The Bank of Canada is not involved in monitoring the financial soundness of individual banks and supervising their behaviour. Parliament has not given us that responsibility or the powers that would enable us to fulfil that function. The Bank of Canada has no bank auditors, no bank examiners, no power to require details of individual loans, deposits or any other kind of private transaction. This situation seemed to come as a surprise to some people. The misunderstanding probably stemmed from the fact that supervisory arrangements are quite different in some other countries. In many, including Britain, the central bank is solely responsible for the supervision

américain par rapport à la plupart des autres devises a eu pour effet d'aggraver encore davantage la distorsion des taux de change dans le monde. Le mauvais alignement du dollar canadien par rapport aux autres grandes monnaies s'est aggravé lui aussi. La compétitivité des producteurs canadiens sur le marché américain s'est améliorée davantage, à tel point dans certains cas qu'elle a donné lieu aux États-Unis à des réactions protectionnistes. Mais en même temps, les entreprises et les secteurs d'activité qui exportent vers les marchés d'outre-mer ont éprouvé encore plus de difficultés. Quelqu'un a illustré pour moi cette situation en évoquant l'image de quelqu'un qui aurait la tête dans le four et les pieds dans le congélateur. La température du corps peut être normale en moyenne, mais on peut douter que notre bonhomme se sente bien dans sa peau!

Je suis heureux de pouvoir affirmer que la situation de nos marchés financiers s'est améliorée au cours des derniers mois. Les taux d'intérêt ont baissé aux États-Unis avec le ralentissement de la croissance économique. La baisse des taux d'intérêt dans ce pays constitue une bonne nouvelle, mais j'aurais de beaucoup préféré qu'elle découle de mesures visant à réduire le déficit budgétaire des États-Unis. De même, le dollar américain s'est déprécié et la distorsion des taux de change dans le monde est un peu moins prononcée qu'auparavant. Le dollar canadien s'est déprécié d'autant par rapport à la plupart des autres grandes devises étrangères et cela devrait contribuer à atténuer certaines des difficultés qu'éprouvent les entreprises qui font traditionnellement affaire avec les pays d'outre-mer.

Durant cette période, le taux de change de notre dollar par rapport au dollar américain est resté raisonnablement stable après s'être relevé du creux de mars dernier. Cette conjoncture relativement stable des taux de change semble avoir engendré un certain regain de confiance dans le dollar canadien. En effet, il a été possible de réduire les écarts entre nos taux d'intérêt et ceux des États-Unis. La conjugaison d'une baisse des taux d'intérêt étrangers et d'une réduction des écarts a fait baisser sensiblement les taux d'intérêt canadiens depuis mars dernier; certains se situent maintenant à des niveaux que nous n'avions pas observés depuis 1979. J'aimerais voir les taux d'intérêt canadiens s'établir à des niveaux encore plus bas, mais il est possible que nous nous approchions d'un point où, pour permettre aux taux d'intérêt de continuer à baisser, il faille aussi que l'inflation recule encore et que les déficits budgétaires soient corrigés tant au pays qu'à l'étranger.

Ce survol de l'évolution économique et de la politique monétaire avait pour but de souligner l'amélioration de la conjoncture intérieure. Je devrais toutefois faire remarquer que la situation internationale baigne dans une incertitude considérable. Citons en particulier le déficit budgétaire des États-Unis et l'incidence qu'il a sur les taux d'intérêt pratiqués tant aux États-Unis que dans le reste du monde. Les taux élevés d'intérêt pratiqués aux États-Unis ont été la principale cause du mauvais alignement du dollar américain et des déséquilibres constatés dans la structure de la balance des paiements des États-Unis. Le déficit commercial est en train d'attiser le sentiment protectionniste dans ce pays. Personne ne sait où cela pourra mener. La situation des pays en développement lourdement endettés reste également un sujet de préoccupation. Néanmoins, l'amélioration de la conjoncture économique dans notre pays justifie encore une vision positive de l'avenir. Nous restons exposés aux chocs venant de l'étranger, mais notre économie est beaucoup plus résistante qu'elle ne l'était; nous sommes actuellement beaucoup plus en mesure d'encaisser les coups qui pourraient venir de l'étranger pendant que nous continuons de mettre de l'ordre dans nos affaires.

Commme je l'ai mentionné au début, j'aimerais également dire quelques mots du rôle que la Banque du Canada a joué dans l'affaire de la Banque commerciale du Canada et de la Banque Northland. J'aurai l'occasion de m'exprimer devant un comité parlementaire sur le déroulement des événements; je me contenterai de souligner ici quelques aspects fondamentaux du rôle qu'a joué la Banque du Canada dans cette affaire.

Je devrais peut-être commencer par dire ce qui n'entre pas dans nos attributions à l'égard de banques en difficulté. La Banque du Canada ne surveille pas la santé financière des banques et ne supervise pas leurs activités. Le Parlement ne lui a pas confié ces responsabilités ni les pouvoirs qui lui permettraient de les assumer. La Banque du Canada n'a ni vérificateurs ni agents de surveillance des banques; elle n'a pas non plus le pouvoir de demander des renseignements sur des opérations particulières de prêt ou de dépôt ni sur aucune autre espèce de transaction privée. Ce régime semble étonner. Cela tient probablement au fait que les dispositions relatives à la surveillance des banques dans d'autres pays sont complètement différentes des nôtres. Dans beaucoup de pays, dont la Grande-Bretagne, la banque centrale est seule responsable de la surveillance des banques. Aux États-Unis, la responsabilité au niveau fédéral est partagée entre le *Federal Reserve System*, le *Comptroller of the Currency* et la *Federal Deposit Insurance Corporation*. Au Canada, la surveillance des banques s'effectue au moyen d'un réseau d'information regroupant les vérificateurs externes des banques, les systèmes internes d'inspection des banques et la direction de chacune d'elles. Ce réseau a été conçu par le Parlement pour fonctionner en marge de la Banque du Canada, et celle-ci doit se fier aux jugements qui en émanent.

Bien que la Banque du Canada ait été associée de très près aux discussions qui ont conduit en mars dernier à la mise sur pied d'un programme d'aide à la

of banks. In the United States the responsibility at the federal level is shared among the Federal Reserve System, the Comptroller of the Currency and the Federal Deposit Insurance Corporation. In this country the system of bank supervision, based on an information network of external bank auditors, internal bank inspection systems and bank managements, was designed by Parliament to operate separately from the Bank of Canada, and the Bank must rely on the judgements that emerge from it.

Thus, although the Bank of Canada was thoroughly involved in the discussions last March that led to the establishment of a support package for the Canadian Commercial Bank, it was not in a position to provide information to that part of the discussions bearing on the condition of the bank and therefore on how large the support package needed to be. The judgement about the size of the support package required to make the bank solvent and viable was based on the best information available at the time the decision had to be made. And I regarded that judgement as reasonable in the circumstances. The Bank of Canada therefore wholeheartedly supported the effort to save the bank. That is why I stated publicly at the time, and repeated subsequently, that since the bank was judged to be solvent and viable the Bank of Canada would provide whatever liquidity support was required.

And after the support arrangements had been agreed upon, the Bank of Canada performed in accordance with its responsibility to supply liquidity to chartered banks. It continued to make advances right up until the time – September 1 – when it received notification from the Inspector General of Banks that in his opinion the Canadian Commercial Bank could no longer be considered a viable operation. By then our advances outstanding, secured by assets of that bank, amounted to $1,316 million.

Although a great many depositors left the Canadian Commercial Bank, in the end it did not fail because of lack of funding. While the Canadian Commercial Bank was still judged viable, the Bank of Canada provided all the liquidity that the bank required. It failed because of problems with its loan portfolio.

That the effort to save the Canadian Commercial Bank was not successful does not mean that none should have been attempted. I believe the blow to confidence in our financial system both in Canada and abroad would have been very severe indeed if the first bank failure in over sixty years had been allowed to occur suddenly without a serious attempt to prevent it.

The Bank of Canada also made substantial, fully secured advances to the Northland Bank on the understanding that it was solvent and viable, and we continued to do so until we received a similar notification of non-viability. At the end of August the outstanding advances amounted to $510 million.

The Bank of Canada can expect to recover all the funds it has advanced to these two banks on a secured basis but of course it is a matter of very great regret that their problems have not been solved through this liquidity support.

I think this account underlines quite clearly the role the Bank of Canada plays in helping to preserve the stability of our financial system. That role is one of providing liquidity support to solvent banks that are encountering withdrawals of funds they cannot readily meet out of their own resources. It would be foolish to force a bank to call its loans and sell off its assets at fire-sale prices because of a temporary withdrawal of funds. The duty of the Bank of Canada is to advance funds to banks needing help on these occasions in order to prevent a loss of confidence from spreading and to give a sound institution time to demonstrate that a loss of confidence by its depositors was unjustified.

Let me emphasize this last point. The fact that our massive liquidity support for the Canadian Commercial Bank did not in the end prove to be a sufficient remedy does not in any way call into question the need for the Bank of Canada to provide such support should any other bank ever require it. The Bank stands ready to carry out that responsibility.

In concluding, let me remind you that these problems occurred in institutions that constitute only one per cent of the assets of the Canadian banking system. A good banking system is absolutely essential for a well-functioning economy. We Canadians have for many years been justifiably proud of our banking system, and the Bank of Canada will play its part in ensuring that the system remains strong in the future.

Banque commerciale du Canada, elle ne disposait d'aucune donnée lui permettant d'apporter une contribution aux discussions portant sur la situation financière de l'entreprise et, par conséquent, sur l'importance des concours nécessaires. Toutefois, les données fournies à ce moment-là indiquaient que les concours envisagés seraient suffisants pour rétablir la solvabilité et la viabilité de l'institution. Comme les calculs effectués pour déterminer l'ampleur des concours nécessaires semblaient tout à fait raisonnables dans les circonstances, la Banque du Canada a appuyé sans réserve l'initiative de sauvetage. C'est pourquoi j'ai déclaré publiquement à cette occasion et répété par la suite que, comme la Banque commerciale était considérée comme solvable et viable, la Banque du Canada lui fournirait tous les concours de trésorerie dont elle aurait besoin.

Une fois convenues les modalités du soutien, la Banque du Canada s'est acquittée de ses responsabilités en jouant son rôle de fournisseur de fonds de trésorerie aux banques à charte. Elle a continué d'accorder à la Banque commerciale des concours sous forme d'avances jusqu'à ce que, le 1er septembre, elle reçoive de l'Inspecteur général des banques un avis l'informant que la Banque commerciale du Canada ne pouvait plus être considérée comme une entreprise viable. L'encours des avances que nous avons consenties à la Banque commerciale s'élevait alors à 1 316 millions de dollars; ces avances sont entièrement garanties par les avoirs de l'établissement.

Même si beaucoup de déposants ont retiré leurs fonds de la Banque commerciale du Canada, la faillite de cette institution n'est pas en fin de compte attribuable à un manque de fonds. Tant que la Banque commerciale du Canada était considérée comme viable, elle a reçu de la Banque du Canada tous les concours de trésorerie dont elle avait besoin. Si elle a fait faillite, c'est en raison de la faiblesse de son portefeuille de prêts.

Le fait que le plan de sauvetage n'ait pas fonctionné ne signifie pas qu'il ne valait pas la peine d'être tenté. Je crois que la confiance qu'inspire notre système financier tant au Canada qu'à l'étranger aurait été fortement ébranlée si l'on avait laissé sombrer la première banque menacée de faillite depuis plus de soixante ans sans tenter un sérieux effort de sauvetage.

La Banque du Canada a également accordé à la Banque Northland un volume considérable d'avances entièrement garanties, étant entendu que cette banque était solvable et viable. Nous avons continué à lui accorder des avances jusqu'à ce que nous soyons informés qu'elle n'était pas viable. À la fin d'août, l'encours des avances consenties à cette banque était de 510 millions de dollars.

La Banque du Canada s'attend à récupérer tous les fonds qu'elle a fournis à ces deux établissements sous la forme d'avances garanties. Bien sûr, il est très regrettable que les difficultés qu'éprouvaient ces établissements n'aient pas été surmontées par ces concours de trésorerie.

Je crois que ce bref exposé met clairement en lumière le rôle que la Banque du Canada joue dans la préservation de la stabilité de notre système financier. Ce rôle est de fournir des fonds de trésorerie aux banques solvables qui font face à des retraits de fonds qu'elles ne peuvent satisfaire à même leurs propres liquidités. Il serait insensé de forcer une banque à exiger le remboursement de ses prêts et à liquider ses avoirs à des conditions très désavantageuses en raison de retraits temporaires de fonds. La Banque du Canada a le devoir d'avancer des fonds aux banques qui ont besoin d'aide dans de telles circonstances, et ce, pour éviter qu'un manque de confiance ne se propage et pour donner à une institution saine le temps de démontrer à ses déposants que leurs craintes sont sans fondement.

Permettez-moi d'insister sur ce dernier point. Le fait que le volume considérable de concours de trésorerie consentis à la Banque commerciale du Canada n'ait pas permis en définitive de résoudre les difficultés de cet établissement ne remet pas en question la nécessité qu'il y a pour la Banque du Canada de fournir ce type de concours à toute banque qui viendrait à en avoir besoin. La Banque du Canada reste prête à assumer cette responsabilité.

Je vous rappelle en terminant que ces problèmes concernaient des institutions dont les bilans ne représentent que un pour cent du bilan consolidé du système bancaire canadien. Un système bancaire solide est absolument indispensable au bon fonctionnement de l'économie. Les Canadiens sont depuis longtemps fiers, et avec raison, du système bancaire de leur pays, et la Banque du Canada continuera de jouer le rôle qui lui est dévolu pour que le système conserve sa solidité.

Recent developments in credit markets

L'évolution récente du marché du crédit

Summary Table
Tableau Sommaire

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

Billions of dollars **En milliards de dollars**

	1981 1981	1982 1982	1983 1983	1984 1984	1984 I 1984 I	1984 II 1984 II	1985 I 1985 I	
FUNDS RAISED								FINANCEMENT OBTENU
Non-financial business	41.1	14.3	3.6	15.0	9.1	5.9	13.5	Entreprises non financières
Mortgage borrowers[1]	3.2	1.0	7.6	6.4	4.6	1.9	3.9	Emprunteurs hypothécaires[1]
Consumer credit	2.6	−1.3	1.8	4.8	2.1	2.7	3.0	Crédit à la consommation
Total private sector borrowing	46.9	14.0	12.9	26.2	15.8	10.4	20.5	Ensemble du secteur privé
Provinces and municipalities[2]	14.6	17.7	13.8	12.4	6.2	6.2	3.9	Provinces et municipalités[2]
Government of Canada[3]	11.5	18.0	26.1	26.3	9.5	16.7	13.7	Gouvernement canadien[3]
Total public sector borrowing	26.1	35.7	40.0	38.7	15.8	22.9	17.6	Ensemble du secteur public
Total	73.0	49.7	52.9	64.9	31.6	33.4	38.1	Total
TYPES OF FINANCING								FORMES DE FINANCEMENT
Loans and mortgages								Prêts et crédit hypothécaire
Chartered banks (including mortgage subsidiaries and foreign bank affiliates)	36.8	−2.2	−5.7	9.4	5.9	3.5	9.7	Banques à charte (y compris leurs filiales hypothécaires et les sociétés affiliées à des banques étrangères)
Other domestic financial institutions	1.2	−1.1	6.1	7.2	4.6	2.6	5.4	Autres institutions financières canadiennes
Canadian dollar marketable securities								Titres négociables libellés en dollars canadiens
Treasury bills and short-term paper	2.1	12.8	16.1	12.4	9.7	2.7	6.2	Bons du Trésor et papier à court terme
Bonds[4]	10.7	12.5	15.4	17.3	7.2	10.2	10.4	Obligations[4]
Stocks[4]	5.1	5.9	7.1	4.3	1.7	2.6	3.0	Actions[4]
Foreign currency securities[5]	9.0	10.2	5.8	5.0	2.6	2.4	4.5	Titres en monnaies étrangères[5]
Syndicated loans from foreign banks	2.2	1.9	−0.4	0.9	0.7	0.2	0.6	Prêts consortiaux de banques étrangères
Direct investment from abroad	−4.4	−1.0	0.2	2.1	1.3	0.9	−0.3	Investissements directs des non-résidents
Canada Savings Bonds	8.1	8.0	6.1	3.8	−3.6	7.4	−2.6	Obligations d'épargne du Canada
Provincial and municipal securities purchased with Canada Pension Plan funds	2.2	2.7	2.3	2.4	1.5	0.9	1.1	Titres de provinces ou de municipalités achetés avec des fonds du Régime de pensions du Canada
Total	73.0	49.7	52.9	64.9	31.6	33.4	38.1	Total
SOURCES OF FUNDS								PROVENANCE
Banking sector	41.5	−1.9	1.9	11.7	5.6	6.1	10.4	Secteur bancaire
Other domestic financial institutions								Autres institutions financières canadiennes
Contractual savings institutions[6]	11.2	11.7	13.4	15.9	7.9	8.0	7.8	Institutions d'épargne contractuelle[6]
Other	1.5	3.2	13.1	10.6	5.4	5.3	8.0	Autres
Non-residents	7.6	11.3	6.5	11.9	7.3	4.6	6.8	Non-résidents
Non-financial public[7] (Residual)	11.1	25.5	18.1	14.9	5.4	9.5	5.1	Secteur non financier[7] (calculé par différence)
Total	73.0	49.7	52.9	64.9	31.6	33.4	38.1	Total

(1) These are principally mortgages secured by residential property. The figures exclude net mortgage lending by governments and their agencies, which is reflected in the financing requirements of the respective governments.
(2) Loans from the Government of Canada are excluded.
(3) Excludes temporary 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 foreign currency issues placed in Canada.
(5) Includes Canadian dollar issues placed abroad.
(6) Life insurance companies and pension funds.
(7) Includes Canada Pension Plan and Quebec Pension Plan.

(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, lequel figure dans les besoins de financement des administrations intéressées.
(2) Les emprunts obtenus du gouvernement canadien en sont exclus.
(3) Non compris les opérations de swap entre la Banque du Canada et le Fonds des changes. Ces chiffres ne constituent pas des indicateurs des besoins de trésorerie du gouvernement canadien.
(4) Y compris les titres en monnaies étrangères placés au Canada.
(5) Y compris les émissions en dollars canadiens placées sur les marchés étrangers.
(6) Les compagnies d'assurance-vie et les caisses de retraite.
(7) Y compris le Régime de pensions du Canada et le Régime de rentes du Québec.

Table I
Tableau I

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

Millions of dollars — **En millions de dollars**

	1981 **1981**	1982 **1982**	1983 **1983**	1984 **1984**	1984 I **I**	1984 II **II**	1985 I **I**
TYPES OF INSTRUMENT							
Mortgages and other loans from domestic financial institutions:							
Chartered banks (includes bank mortgage subsidiaries)[1]	36,760	−2,195	−5,707	9,358	5,906	3,452	9,705
Trust and mortgage loan companies	1,066	520	3,143	3,078	1,833	1,245	1,974
Sales finance and consumer loan companies[2]	−1,529	−1,627	−671	1,227	594	633	1,344
Credit unions and caisses populaires	9	−699	3,277	2,691	1,674	1,017	1,554
Life insurance companies	1,825	1,175	1,440	675	444	231	758
Pension funds	452	213	−899	−265	13	−278	−349
Other[3]	−591	−685	−186	−175	36	−211	72
Sub-total	37,992	−3,298	396	16,588	10,500	6,089	15,058
Net new Canadian dollar marketable issues[4]:							
Treasury bills and short-term paper	2,111	12,838	16,081	12,399	9,688	2,711	6,226
Bonds[5]	10,737	12,537	15,375	17,313	7,160	10,153	10,449
Stocks[5]	5,086	5,880	7,059	4,302	1,652	2,650	2,996
Sub-total	17,933	31,254	38,514	34,014	18,500	15,513	19,670
Net new foreign currency marketable issues[6]:							
Short-term paper	232	5	656	325	202	124	334
Bonds[6]	8,643	10,081	4,512	4,525	2,355	2,170	3,961
Stocks	167	80	638	144	84	59	243
Sub-total	9,042	10,166	5,806	4,994	2,641	2,353	4,538
Direct investment from abroad	−4,400	−999	200	2,150	1,254	896	−325
Syndicated loans from foreign banks located abroad	2,166	1,874	−411	929	745	184	617
Canada Savings Bonds	8,068	7,992	6,120	3,796	−3,581	7,377	−2,573
Provincial and municipal securities purchased with Canada Pension Plan funds	2,196	2,705	2,276	2,445	1,499	946	1,101
Total	72,998	49,694	52,901	64,916	31,558	33,358	38,085
SOURCES OF FUNDS							
Bank of Canada acquisitions of securities	1,125	−1,677	1,643	127	311	−184	−623
Chartered banks:							
Loans	36,760	−2,195	−5,707	9,358	5,906	3,452	9,705
Acquisitions of securities[7]	3,660	1,932	5,915	2,177	−627	2,804	1,335
Other domestic financial institutions:							
Loans	1,233	−1,102	6,104	7,231	4,594	2,637	5,352
Acquisitions of securities[7]	11,492	15,969	20,391	19,238	8,654	10,584	10,469
Canada Pension Plan	2,196	2,705	2,276	2,445	1,499	946	1,101
Direct financing from the non-financial public[8] (residual)	8,934	22,755	15,796	12,467	3,922	8,545	3,974
Non-residents[9]	7,599	11,308	6,484	11,873	7,298	4,575	6,772
Total	72,998	49,694	52,901	64,916	31,558	33,358	38,085
Memo:							
Net placements abroad by Canadian financial institutions[6]	1,291	1,329	996	751	237	514	251
Non-residents plus net placements abroad by Canadian financial institutions, purchases by non-residents of domestic paper issued by Canadian financial institutions and the change in the chartered banks' net foreign asset position (booked in Canada) with non-residents	28,179	8,940	9,208	14,371	9,615	4,756	7,704

FORME

Emprunts (y compris les emprunts hypothécaires) auprès des institutions financières :
- Banques à charte (y compris leurs filiales hypothécaires)[1]
- Sociétés de fiducie ou de prêt hypothécaire
- Sociétés de financement ou de prêt à la consommation[2]
- Caisses populaires et credit unions
- Compagnies d'assurance-vie
- Caisses de retraite
- Divers[3]

Total partiel

Émissions nettes de titres négociables libellés en dollars canadiens[4] :
- Bons du Trésor et papier à court terme
- Obligations[5]
- Actions[5]

Total partiel

Émissions nettes de titres négociables en monnaies étrangères[4] :
- Papier à court terme
- Obligations[6]

Total partiel

Investissements directs des non-résidents
Prêts consortiaux de banques étrangères établies à l'étranger
Obligations d'épargne du Canada
Titres des provinces et des municipalités achetés avec des fonds du Régime de pensions du Canada
Total

PROVENANCE

Achats de titres par la Banque du Canada
Banques à charte :
- Prêts
- Achats de titres[7]

Autres institutions financières canadiennes :
- Prêts
- Achats de titres[7]

Régime de pensions du Canada
Financement direct obtenu des sources non financières[8] (calculé par différence)
Non-résidents[9]
Total

Pour mémoire :
Montant net des placements faits à l'étranger par les institutions financières canadiennes[6]

Non-résidents, plus montant net des placements faits à l'étranger par les institutions financières canadiennes, achats par les non-résidents d'effets en dollars canadiens émis par les institutions financières canadiennes et variations de la position nette en devises des banques à charte (siège et succursales canadiennes seulement) envers les non-résidents

(1) These data include loans made by bank mortgage subsidiaries and institutions affiliated with foreign banks. Most of these latter institutions became chartered banks in the last half of 1981 and the first half of 1982.
(2) Includes credit extended by department stores.
(3) Includes loans from Quebec savings banks, investment funds, property and casualty insurance companies, real estate investment trusts and the Federal Business Development Bank.
(4) Includes net new issues of governments and non-financial business.
(5) Includes foreign currency issues placed in Canada.
(6) Includes Canadian dollar issues placed abroad.
(7) Includes holdings of foreign currency securities issued by Canadian borrowers.
(8) Includes Quebec Pension Plan.
(9) Includes both foreign currency and Canadian dollar securities acquired by non-residents, direct investment from abroad, and syndicated loans from foreign banks located abroad.

(1) Ces données comprennent les prêts octroyés par les filiales hypothécaires des banques et par les institutions affiliées à des banques étrangères. La plupart de ces institutions ont obtenu le statut de banque à charte au dernier semestre de 1981 ou au premier semestre de 1982.
(2) Comprend le crédit octroyé par les grands magasins.
(3) Comprend les banques d'épargne du Québec, les fonds de placement, les sociétés d'assurance-biens et d'assurance contre des risques divers, les sociétés fiduciaires de placement immobilier et la Banque fédérale de développement.
(4) Comprend le montant net des nouveaux titres émis par les gouvernements et les entreprises non financières.
(5) Y compris les titres en monnaies étrangères placés au Canada.
(6) Y compris les émissions en dollars canadiens placées sur les marchés étrangers.
(7) Y compris les titres en monnaies étrangères émis par des emprunteurs canadiens.
(8) Y compris le Régime des rentes du Québec.
(9) Y compris les titres en monnaies étrangères et en dollars canadiens achetés par les non-résidents, les investissements directs des non-résidents et les prêts consortiaux de banques étrangères établies à l'étranger.

Table II
Tableau II

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

Millions of dollars — **En millions de dollars**

	1981 **1981**	1982 **1982**	1983 **1983**	1984 **1984**	1984 I **I**	1984 II **II**	1985 I **I**
NET NEW ISSUES							
Bonds[1]							
Canadian dollar[2]	1,196	852	1,035	1,147	352	796	1,008
Foreign currency	2,920	3,029	924	863	470	393	1,079
Stocks							
Common	2,607	3,409	6,177	2,510	1,212	1,297	1,104
Preferred[3]	2,647	2,551	1,520	1,936	524	1,412	2,135
Commercial paper	414	66	750	879	740	140	−14
Bankers' acceptances	1,226	6,056	1,307	28	1,180	−1,152	929
Total	11,009	15,963	11,713	7,363	4,478	2,885	6,242
INCREASE IN LOANS							
Chartered banks[4]	32,113	−1,566	−8,565	3,919	2,148	1,770	5,309
Sales finance companies	−1,853	−873	−526	765	705	60	1,322
Non-residential mortgages at other institutions[5]	1,848	−110	1,413	1,200	765	435	963
Federal Business Development Bank	−53	−118	−228	−95	−75	−20	−17
Syndicated loans of foreign banks located abroad	2,397	2,040	−411	−333	−185	−148	32
Total	34,452	−628	−8,317	5,456	3,358	2,097	7,610
DIRECT INVESTMENT FROM ABROAD	−4,400	−999	200	2,150	1,254	896	−325
TOTAL FUNDS RAISED	41,061	14,336	3,596	14,969	9,091	5,878	13,527

ÉMISSIONS NETTES

Obligations[1]
- En dollars canadiens[2]
- En monnaies étrangères

Actions
- Ordinaires
- Privilégiées[3]

Papier commercial
Acceptations bancaires

Total

AUGMENTATION DES EMPRUNTS

Banques à charte[4]
Sociétés de financement
Prêts hypothécaires autres que les prêts à l'habitation octroyés par d'autres institutions[5]
Banque fédérale de développement
Prêts consortiaux de banques étrangères

Total

INVESTISSEMENTS DIRECTS DE NON-RÉSIDENTS

ENSEMBLE DU FINANCEMENT

*Includes agriculture and institutions.

(1) Canadian dollar issues placed abroad are included with foreign currency bonds and foreign currency issues placed in Canada are included with Canadian dollar bonds.
(2) Includes income debenture bonds.
(3) Includes term preferred shares.
(4) Total business loans plus foreign currency loans to residents other than the federal government. These data also include loans made by institutions affiliated with foreign banks, most of which became chartered banks in the last half of 1981 and the first half of 1982.
(5) Includes trust and mortgage loans companies (excluding bank mortgage subsidiaries), credit unions and caisses populaires, life insurance companies, investment funds and real estate investment trusts.

*Y compris le secteur agricole et les institutions.

(1) Les émissions en dollars canadiens placées à l'étranger sont groupées avec les obligations en monnaies étrangères; de même, les émissions en monnaies étrangères placées au Canada sont groupées avec les obligations en dollars canadiens.
(2) Y compris les obligations à intérêt conditionnel.
(3) Y compris les actions à terme privilégiées.
(4) Ensemble des prêts aux entreprises et des prêts en monnaies étrangères à des résidents autres que le gouvernement canadien. Ces données comprennent aussi les prêts octroyés par les institutions affiliées à des banques étrangères, dont la plupart ont obtenu le statut de banque à charte au dernier semestre de 1981 ou au premier semestre de 1982.
(5) Comprend les sociétés de fiducie ou de prêt hypothécaire (à l'exclusion des filiales hypothécaires des banques), les crédit unions et les caisses populaires, les compagnies d'assurance-vie, les sociétés de placement et les fiducies de placement immobilier.

Table III
Tableau III

Majour 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

	1981	1982	1983	1984	1984 I	1984 II	1985 I
	1981	1982	1983	1984	1	II	I
GOVERNMENT OF CANADA							
Canadian dollar							
Increase in securities outside government accounts:							
Treasury bills	−55	4,884	13,286	10,673	7,537	3,136	6,705
Marketable bonds	4,220	4,467	7,220	11,022	4,273	6,749	8,117
Canada Savings Bonds	8,068	7,992	6,120	3,796	−3,581	7,377	−2,573
Sub-total	12,233	17,342	26,626	25,491	8,229	17,261	12,248
Foreign currency							
Net placements[1][2][3]:							
U.S. dollar	354	954	−187	−2	−1	−1	691
Deutsche mark	—	−103	−299	−236	−236	—	—
Swiss franc	—	−194	—	564	564	—	−253
Yen	—	—	—	485	−169	654	—
Net loans under standby credit facilities[2][3]:							
Chartered banks	−684	18	—	−17	508	−525	684
Foreign banks	−360	11	—	6	647	−641	321
Sub-total	−690	686	−486	800	1,313	−513	1,443
Total borrowing	11,543	18,028	26,140	26,291	9,542	16,748	13,691
Reduction (+) in Canadian dollar cash balances[4]	−3,630	1,821	−285	3,610	3,594	16	923
Total	7,913	19,849	25,855	29,901	13,136	16,764	14,614
PROVINCIAL AND MUNICIPAL GOVERNMENTS[5]							
Increase in outstanding bonds:							
Purchased with Canada Pension Plan funds	2,196	2,705	2,276	2,445	1,499	946	1,101
Other Canadian dollar bonds[6]	5,321	7,219	7,119	5,144	2,535	2,608	1,324
Foreign currency bonds[1]	5,369	5,737	4,074	3,676	1,898	1,778	2,444
Increase in loans from:							
Banks[7]	914	208	−1,032	21	−126	147	134
Government of Canada (including CMHC)	108	112	35	113	8	105	−166
Increase in treasury bills and short-term paper outstanding[8]	759	1,836	1,393	1,144	432	712	−1,061
Total[9]	14,666	17,817	13,866	12,543	6,247	6,296	3,776

	1981	1982	1983	1984	1984 I	1984 II	1985 I
	1981	1982	1983	1984	1	II	I
GOUVERNEMENT CANADIEN							
Dollars canadiens							
Augmentation de l'encours des titres (non compris les titres dans les portefeuilles de l'État) :							
Bons du Trésor							
Obligations négociables							
Obligations d'épargne du Canada							
Total partiel							
Monnaies étrangères							
Placements nets[1][2][3] :							
Dollars E.-U.							
Marks allemands							
Francs suisses							
Yens japonais							
Emprunts nets sur lignes de crédit[2][3] :							
Banques à charte							
Banques étrangères							
Total partiel							
Total des emprunts							
Diminution (+) des dépôts en dollars canadiens[4]							
Total							
PROVINCES ET MUNICIPALITÉS[5]							
Augmentation de l'encours des obligations :							
Obligations achetées avec des fonds du Régime de pensions du Canada							
Autres obligations en dollars canadiens[6]							
Obligations en monnaies étrangères[1]							
Augmentation des emprunts :							
Auprès des banques[7]							
Auprès du gouvernement canadien (y compris la SCHL)							
Augmentation de l'encours des bons du Trésor et du papier à court terme[8]							
Total[9]							

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) Foreign currency issues are converted to Canadian dollars at the average noon exchange rate during the month in which the funds were raised.
(2) This item includes transaction involving term loans.
(3) Actual drawings and repayments are denominated in U.S. dollars. The amounts shown are coverted to Canadian dollars at the average noon exchange rate during the month in which the funds were drawn or repaid. Owing to fluctuations in the exchange value of the Canadian dollar, drawings and repayments of equivalent U.S. dollar amounts will not necessarily net to zero.
(4) Excludes changes in cash balances resulting from temporary swap transactions between the Bank of Canada and the Exchange Fund Account.
(5) Includes government enterprises.
(6) Includes provincial savings bonds and purchases of provincial and municipal securities with Quebec Pension Plan funds. Excludes Canadian dollar issues placed in overseas markets, which are included with foreign currency bonds.
(7) Includes loans from foreign banks located abroad and the Canadian chartered banks.
(8) This item has been revised to include certain provinces and municipalities not previously captured in our survey and also provincial treasury bills and paper sold directly to banks which had previously been classified as bank loans.
(9) 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 double emploi, 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) Le montant des émissions en monnaies étrangères est converti en dollars canadiens au taux de change moyen à midi du mois au cours duquel les fonds ont été empruntés.
(2) Ce poste tient compte des opérations donnant lieu à des emprunts à terme.
(3) Les tirages et les remboursements effectués sont exprimés en dollars E.-U. Les montants indiqués sont convertis en dollars canadiens au taux de change moyen à midi du mois au cours duquel les fonds ont été tirés ou remboursés. A cause des variations du cours du dollar canadien, la différence entre les tirages et les remboursements auxquels donnent lieu des emprunts de même montant libellés en dollars E.-U. n'est pas nécessairement égale à zéro.
(4) Non compris les variations des dépôts consécutives aux opérations temporaires de swap conclues entre la Banque du Canada et le Fonds des changes.
(5) Y compris les entreprises du secteur public.
(6) Y compris les obligations d'épargne des provinces et les titres des provinces et des municipalités achetés avec des fonds du Régime des rentes du Québec. En sont exclues les émissions de titres en dollars canadiens placées sur les marchés d'outre-mer et qui sont groupées avec les obligations en monnaies étrangères.
(7) Comprend les prêts des banques à charte canadiennes et des banques étrangères établies à l'étranger.
(8) Cette rubrique a été modifiée de façon à inclure certaines provinces et municipalités qui n'étaient pas couvertes jusqu'ici par notre enquête ainsi que les bons du Trésor et le papier vendus directement aux banques par les provinces ou leurs entreprises et qui étaient auparavant compris dans les prêts bancaires.
(9) 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 surestimé.

Table IV
Tableau IV

Increase in residential mortgage holdings of the major private financial institutions
Augmentation de l'encours des prêts hypothécaires à l'habitation accordées par les principales institutions financières privées

Millions of dollars — En millions de dollars

	1981	1982	1983	1984	1984 I	1984 II	1985 I	
	1981	1982	1983	1984	I	II	I	
Trust and mortgage loan companies (excluding bank mortgage subsidiaries)	406	393	2,255	2,223	1,274	949	1,198	Sociétés de fiducie ou de prêt hypothécaire (non compris les filiales hypothécaires des banques à charte)
Chartered banks (including mortgage subsidiaries)	2,676	427	2,998	2,995	2,109	886	2,390	Banques à charte (y compris leurs filiales hypothécaires)
Credit unions and caisses populaires[1]	−366	80	2,501	1,560	1,082	478	450	Caisses populaires et credit unions[1]
Life insurance companies	449	438	793	18	69	−51	215	Compagnies d'assurance-vie
Pension funds[2]	452	213	−899	−265	13	−278	−349	Caisses de retraite[2]
Investment funds	−164	−176	107	65	60	5	62	Sociétés de placement
Sales finance and consumer loan companies[3]	−156	−42	−107	−88	−44	−44	−94	Sociétés de financement ou de prêt à la consommation[3]
Real estate investment trusts	−112	−232	−114	−90	−36	−54	−65	Sociétés fiduciaires de placement immobilier
Other financial institutions[2][4]	13	−132	33	28	57	−29	70	Autres institutions financières[2][4]
Total	3,198	969	7,566	6,446	4,584	1,862	3,877	Total
Increase in the mortgage holdings of CMHC	55	−14	−112	−14	−45	31	−70	Augmentation de l'encours des prêts de la SCHL

(1) Includes local and central credit unions and caisses populaires.
(2) Includes both residential and non-residential mortgages.
(3) These data were affected by the consolidation of chartered bank sales finance subsidiaries with the banking data, and by the merger of IAC Ltd. and the Continental Bank of Canada on 1 November 1981.
(4) Includes Quebec savings banks, and property and casualty insurance companies.

(1) Comprend les institutions locales et leurs centrales.
(2) Comprend tant les prêts hypothécaires à l'habitation que les autres prêts hypothécaires.
(3) Ces chiffres ont été influencés par l'intégration, aux données des banques, des données des sociétés de financement ou de prêt à la consommation filiales des banques à charte et par la fusion, effectuée le 1er novembre 1981, d'IAC Limitée et de la Banque continentale du Canada.
(4) Comprend les banques d'épargne du Québec et les compagnies d'assurance-biens et d'assurance contre des risques divers.

Table V
Tableau V

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

Millions of dollars — En millions de dollars

	1981	1982	1983	1984	1984 I	1984 II	1985 I	
	1981	1982	1983	1984	I	II	I	
Chartered banks	1,869	−802	892	2,871	1,378	1,493	1,452	Banques à charte
Sales finance and consumer loan companies[1]	481	−711	−38	550	−67	617	116	Sociétés de financement ou de prêt à la consommation[1]
Credit unions and caisses populaires	−428	−159	551	873	523	350	1,003	Caisses populaires et credit unions
Life insurance companies	549	198	−16	−20	−19	−1	11	Compagnies d'assurance-vie
Trust and mortgage loan companies	282	154	312	510	283	227	442	Sociétés de fiducie ou de prêt hypothécaire
Québec savings banks	−15	−24	67	−3	4	−7	25	Banques d'épargne du Québec
Total	2,638	−1,344	1,768	4,781	2,102	2,679	3,049	Total

(1) Includes credit extended by department stores, but excludes that extended by subsidiaries of chartered banks.

(1) Comprend le crédit octroyé par les grands magasins, mais pas celui octroyé par les filiales de banques à charte

Bank of Canada Review

October 1985

3 Aspects of Canada's international investment position
19 Statement by Gerald K. Bouey, Governor of the Bank of Canada
22 Record of press releases

Charts and statistics
S1 INDEX TO CHARTS
S16 INDEX TO STATISTICAL TABLES
S20 Major financial and economic indicators
S26 Bank of Canada
S30 Chartered banks
S60 Other financial institutions
S78 Financial aggregates
S82 Financial markets
S95 Government of Canada securities markets
S113 General economic statistics
S129 Foreign exchange market and reserves
S133 Balance of payments and external trade
S150 Notes to the tables
S158 Articles and speeches: November 1984 to October 1985
S162 SUBJECT INDEX

This Review is published monthly under the direction of an Editorial Board and responsibility for the editorial content rests with this Board.

Members of the Editorial Board:
Gordon Thiessen, Chairman
Gene Fleet, Editor
William Alexander
Jacques Bussières
Charles Freedman
Paul Jenkins
Tim Noël
Vaughn O'Regan
Donald Stephenson
William White

Revue de la Banque du Canada

Octobre 1985

3 Quelques aspects de la position du Canada au titre des investissement internationaux
19 Déclaration faite par Gerald K. Bouey, Gouverneur de la Banque du Canada
22 Communiqués reproduits à titre documentaire

Graphiques et tableaux statistiques
S1 LISTE DES GRAPHIQUES
S16 LISTE DES TABLEAUX STATISTIQUES
S20 Principaux indicateurs financiers et économiques
S26 Banque du Canada
S30 Banques à charte
S60 Autres institutions financières
S78 Agrégats financiers
S82 Marchés financiers
S95 Marchés des titres du gouvernement du Canada
S113 Statistiques économiques diverses
S129 Marché des changes et réserves de change
S133 Balance des paiements et commerce extérieur
S150 Notes relatives aux tableaux
S158 Articles et discours : De novembre 1984 à octobre 1985
S162 INDEX DES SUJETS

Cette Revue est publiée mensuellement sous la direction d'un Comité de rédaction, auquel incombe la responsabilité des pages de rédaction.

Membres du Comité de rédaction :
Gordon Thiessen, Président
Gene Fleet, directrice de la rédaction
William Alexander
Jacques Bussières
Charles Freedman
Paul Jenkins
Tim Noël
Vaughn O'Regan
Donald Stephenson
William White

Cover:
Egypt: gold 100 piastres, 1938

This month's cover features an Egyptian gold 100-piastre coin bearing the portrait of King Farouk I. The coin was issued to commemorate the royal wedding in 1938.

Farouk I was born in Cairo in February 1920. His father Fuad I ruled Egypt as Sultan from 1917-22 when Egypt was a British protectorate. Egypt became a sovereign kingdom in 1922 with Fuad I as king. When Fuad died in 1936 Farouk succeeded to the throne and remained king until his forced abdication and exile in 1952. Ahmed Fuad II, Farouk's infant son, who succeeded him on the throne was deposed a year later and Egypt was declared a republic. Farouk died in Rome in March 1965.

Numismatics was among Farouk's many hobbies. His extensive coin collection, acquired from world-renowned collections in Europe and the United States, consisted mainly of rare 19th and 20th century issues, including nearly 8,500 gold pieces. There were, in addition, thousands of rare silver, copper, and base metal issues. His Canadian pieces included such rarities as the British Columbia $20 gold pattern of 1862, examples of the British Columbia $20 and $10 patterns struck in silver, and an example of the Copper Company of Upper Canada 1794 halfpenny struck in gold. The Farouk collection was sold in Cairo by Sotheby & Co. in 1954 on behalf of the Egyptian government. The sale lasted nine days and offered many rarities that had never been on the market before.

The gold 100-piastre coin of 1938 is approximately the size of a Canadian 25-cent piece and forms part of the National Currency Collection, Bank of Canada. Photography by James Zagon, Ottawa.

Couverture :
Égypte : Pièce de cent piastres en or de 1938

La pièce en or de 100 piastres qui illustre la couverture de la livraison de ce mois est frappée à l'effigie du roi Farouk 1er. Elle a été émise en 1938 pour commémorer le mariage du souverain.

Farouk 1er naquit au Caire en février 1920. Son père, Fouad, fut sultan d'Égypte de 1917 à 1922, pendant que le pays était un protectorat britannique. À la proclamation de l'indépendance, en 1922, Fouad monta sur le trône sous le nom de Fouad 1er. Au décès de ce dernier en 1936, Farouk lui succéda et gouverna le pays jusqu'en 1952, où il fut renversé du pouvoir et contraint de partir pour l'exil. Ahmed Fouad II, encore très jeune, succéda alors à son père, mais fut déposé l'année suivante au moment de l'instauration de la république. Farouk mourut à Rome en mars 1965.

La numismatique était l'un des nombreux passe-temps du roi Farouk. Sa riche collection, dont un grand nombre de pièces provenaient de collections européennes et américaines mondialement réputées, était essentiellement composée de pièces rares des XIXe et XXe siècles et comptait près de 8 500 pièces d'or. Elle comprenait également des milliers de pièces rares en argent, en cuivre et en métaux vils. Parmi les pièces canadiennes, il y avait des raretés comme l'essai en or de la pièce de 20 dollars frappée en 1862 par la Colombie-britannique, des essais en argent de pièces de 20 et de 10 dollars émises par la Colombie-britannique et un spécimen en or de la pièce d'un demi-penny frappée en 1794 par la *Copper Company of Upper Canada*. En 1954, la maison *Sotheby & Co.* procéda, au nom du gouvernement égyptien, à la vente de la collection Farouk. À l'occasion de cette vente qui eut lieu au Caire et dura neuf jours, les collectionneurs purent acheter de nombreuses pièces très rares, qui n'avaient jamais été mises sur le marché jusque-là.

La pièce de 100 piastres en or de 1938 a à peu près les mêmes dimensions que la pièce canadienne de 25 cents. Elle fait partie de la Collection nationale de monnaies, Banque du Canada. Photographie: James Zagon, Ottawa.

Subscriptions

Canada and the United States: $10.00 per annum; $25.00 for three years. All other countries: $12.00 per annum; $30.00 for three years.

Public Libraries, Libraries of the Government of Canada and of Canadian provincial and municipal governments (including Crown corporations and agencies), Libraries of Canadian and foreign educational institutions: one half of the regular rate.

Subscription rates include the cost of postage.

Reprints of articles are available at a price of $1.00 for 10 copies of any one article. Individual copies of the Review may be obtained at all Bank of Canada Agencies at a price of $1.00 per copy. Remittances should be made payable to the Bank of Canada, collectable in Canadian currency.

Correspondence should be addressed to Bank of Canada Review
Public Information Division
Secretary's Department
Bank of Canada
245 Sparks Street
Ottawa, Canada
K1A 0G9

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

CN ISSN 0045-1460

Abonnements

Canada et États-Unis : 1 an, 10 $; 3 ans, 25 $. Tous autres pays : 1 an, 12 $; 3 ans, 30 $.

Bibliothèques publiques, bibliothèques du gouvernement canadien, des gouvernements provinciaux et municipaux du Canada (y compris celles des sociétés et agences de la Couronne), bibliothèques des établissements d'enseignement au Canada ou à l'étranger : demi-tarif pour les exemplaires expédiés sous un seul pli.

L'abonnement comprend les frais de port.

On pourra se prorurer des tirés à part d'articles parus dans la Revue, au prix de 1 $ le paquet de 10 exemplaires d'un même article.

On pourra également se procurer des exemplaires de la Revue à toutes les agences de la Banque du Canada, au prix de 1 $ chacun.

Paiement à l'ordre de la Banque du Canada.

Adresser toute correspondance à : La Revue de la Banque du Canada
Section de l'information
Secrétariat
Banque du Canada
245, rue Sparks
Ottawa, Canada
K1A 0G9

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

CN ISSN 0045-1460

Aspects of Canada's international investment position

Quelques aspects de la position du Canada au titre des investissements internationaux

The statistics for 1978-84 in Table I and Tables III through VII in this article mainly come from Statistics Canada's publication "Canada's International Investment Position" Catalogue 67-202. This publication now presents more up to date information than was previously available. It will be published annually around mid-year. Statistics that formerly appeared once a year in Table A15 of this Review will now be readily available in the new StatCan publication; hence, this table will no longer be published in the Review.

Throughout the world there have been large changes in the international investment and debt positions of countries in recent years. These changes have heightened interest in ways of assessing the level and the composition of the external debt that an individual country is able to sustain. In this article Canada's external obligations are examined from this point of view.

Canada's net liabilities to the rest of the world have always been large because of the heavy imports of equity and debt capital that accompanied its economic development. However, payments of interest on the debt have never in recent decades amounted to more than 3 per cent of GNP, for although the indebtedness has increased,

This article was prepared in the International Department. We would like to acknowledge the valuable assistance of the International and Financial Economics Division of Statistics Canada.

Les données de la période 1978-1984 qui sont utilisées au Tableau I et aux Tableaux III à VII du présent article proviennent en majeure partie de la publication de Statistique Canada intitulée «Bilan canadien des investissements internationaux», N° 67-202 au catalogue. Cette publication qui paraît chaque année vers le début de juillet contient maintenant des données plus récentes que celles qui étaient publiées jusqu'ici. On y trouvera les données qui étaient publiées une fois l'an au Tableau A15 de la Revue. Nous discontinuons donc la publication de ce tableau.

Dans le monde entier, la position des pays au titre de l'endettement et des investissements internationaux s'est modifiée considérablement ces dernières années. Les changements qui se sont ainsi produits ont suscité un intérêt accru pour les moyens employés pour évaluer le niveau et la composition de la dette extérieure qu'un pays donné est en mesure de supporter. Le présent article étudie les obligations extérieures du Canada à la lumière de ce type d'évaluation.

Les engagements nets du Canada envers le reste du monde ont toujours été considérables, car le développement économique du pays s'est accompagné d'entrées massives de capitaux, qui ont été placés en actions et en obligations. Au cours des dernières décennies, toutefois, les paiements d'intérêts n'avaient jamais dépassé 3 % du PNB, car même si la dette augmentait, la croissance économique empêchait ce taux d'augmenter lui aussi. De même, certains aspects des obligations

Cet article a été rédigé au département des Relations internationales. Nous tenons à souligner l'aide précieuse que la Division de l'économie internationale et financière de Statistique Canada a apportée à sa préparation.

the growth of the domestic economy has expanded its ability to service that debt. As well, certain characteristics of Canadian external obligations have minimized the risk for international investors and have assured Canada continued ready access to foreign capital markets: the maturities of the obligations are predominately long-term; the debt is held by a broad range of borrowers and lenders with diverse risk characteristics; the increases in the debt have in general been associated with high outlays on fixed capital; and finally and more fundamentally Canada's relatively stable economic and political environment has added to the underlying security of its obligations.

The accumulation of external liabilities

Historically investment opportunities in Canada have exceeded the supply of domestic savings. Canada's demand for capital over the years has been heavy because of its rapidly expanding labour force and the capital intensive nature of its resource-based industries and transportation needs. This is reflected in the deficit on the current account of the balance of payments in 28 of the past 35 years and in the resulting growth of Canada's international indebtedness.

étrangères du Canada ont beaucoup réduit les risques de perte pour les étrangers qui investissent au Canada et ils ont toujours assuré l'accès du pays aux marchés étrangers. En effet, il s'agit d'engagements qui sont essentiellement à long terme, qui concernent un vaste éventail de prêteurs et d'emprunteurs dont la situation au regard des risques est très variée et dont l'accroissement a en général été lié à des niveaux élevés d'investissements fixes. Enfin, ce qui est fondamental, le climat de stabilité économique et politique assez grande qui règne au Canada a constitué une garantie additionnelle extrêmement importante pour les investisseurs.

L'accroissement des engagements étrangers

Dans le passé, les possibilités d'investissement au Canada ont souvent dépassé le niveau de l'épargne intérieure. La demande de capitaux au Canada a été très forte au fil des ans à cause de la croissance rapide de la main-d'oeuvre, de la grande intensité de capital dans les industries d'exploitation des ressources naturelles et de la nature des besoins dans le domaine des transports. Tout cela s'est reflété dans le déficit enregistré par la balance des paiements courants pendant 28 des 35 dernières années et dans l'accroissement de la dette extérieure du Canada qui en est résulté.

Le relevé des avoirs et engagements internationaux du Canada est résumé au

Table I
Tableau I

Canada's international investment position
Position du Canada au titre des investissements internationaux

Billions of Canadian dollars at year-end
En milliards de dollars canadiens en fin d'année

	1979 **1979**	1980 **1980**	1981 **1981**	1982 **1982**	1983 **1983**	1984 **1984**	
Measured from surveys of assets and liabilities							Données provenant des enquêtes sur les avoirs et engagements
Gross assets	56.3	67.2	85.0	93.2	100.6	117.4	Avoirs bruts
Less gross liabilities	155.7	173.9	218.2	229.3	247.8	275.6	Moins engagements bruts
Net international investment position (NIIP)	−99.4	−106.7	−133.2	−136.1	−147.2	−158.2	Position nette au titre des investissements internationaux (PNII)
Derived from current account							Données dérivées de la balance courante
Cumulative current account since 1927	−35.4	−36.5	−42.6	−39.9	−38.3	−36.3	Solde cumulatif de la balance courante depuis 1927
Cumulative retained earnings and other adjustments[1]	−45.0	−49.9	−61.1	−64.9	−72.0	−79.8	Montant cumulatif des bénéfices non répartis et des autres ajustements[1]
Net investment position derived from current account	−80.4	−86.4	−103.7	−104.8	−110.3	−116.1	Position nette au titre des investissements internationaux (calculée à partir de la balance courante)
Statistical discrepancy	19.0	20.3	29.5	31.3	36.9	42.1	Écart statistique

[1] Includes the 1926 net international investment position of −$5.1 billion, exchange rate fluctuations, valuations, etc.
Source: Statistics Canada, Canada's International Investment Position, 1978-1984 (Catalogue 67-202P)

[1] Comprend le chiffre net de −$5,1 milliards d'investissements internationaux à la fin de 1926 ainsi que les effets de la variation des taux de change, les ajustements de réévaluation, etc.
Source : Statistique Canada, Bilan canadien des investissements internationaux 1978-1984 (nº 67-202P au catalogue)

The balance sheet of Canada's international assets and liabilities is presented in Table I, while Table II shows, through the balance of payments figures, the related international flows of capital each year. The change in the investment position in Table I reflects these capital flows plus two items that under Canadian convention are not included in the balance of payments. These two items are net retained earnings of corporations and certain valuation changes.

By definition in the balance of payments, the sum of the current account balance and the capital account balance is equal to the net official monetary movements. In practice, however, there is a large

Tableau I, tandis que le Tableau II montre, avec les chiffres de la balance des paiements, les flux internationaux de capitaux associés chaque année aux opérations internationales. La variation de la position nette du pays au titre des investissements présentée au Tableau I reflète l'incidence de ces flux de capitaux et de deux postes qui par convention sont exclus de la balance des paiements, à savoir les bénéfices nets non répartis des sociétés et les variations subies par l'évaluation de certains postes du relevé.

Dans la balance des paiements, le solde combiné de la balance courante et de la balance des capitaux est par définition égal à la variation nette des réserves monétaires officielles. Dans la réalité, toutefois, il existe un grand écart statistique, dont on ignore à la fois la provenance et la composition, de sorte qu'on ne peut

Table II
Tableau II

Summary of Canada's balance of international payments
Aperçu de la balance des paiements du Canada

Billions of Canadian dollars
En milliards de dollars canadiens

	Current account balance **Solde de la balance courante**	Net capital inflows **Entrées nettes de capitaux**				Statistical discrepancy (Inflows) **Écart statistique (entrées)**	Net official monetary movements and SDRs (Inflows) **Variation nette des réserves officielles de change et des DTS (entrées)**
		Long-term **A long terme**			Short-term **A court terme**		
		Interest-bearing[1] **Titres productifs d'intérêts[1]**	Direct investment **Investissements directs**	Other[2] **Autres[2]**			
1950							
1955	−0.3	0.3	0.3	0.1	0.3	0.1	0.7
1960	−0.7	−0.2	0.4	0.2	0.2	0.0	−0.0
1965	−1.2	0.2	0.6	0.1	0.2	0.1	−0.0
1970	−1.1	0.9	0.4	−0.5	0.7	−0.2	0.2
1971	1.1	0.4	0.6	−0.0	−0.2	−0.4	1.7
1972	0.4	0.1	0.7	−0.1	1.0	−1.3	0.9
1973	−0.4	0.1	0.2	0.2	0.5	−1.5	0.3
1974	0.1	0.3	0.1	0.3	0.5	−0.7	−0.5
1975	−1.5	0.0	0.0	−0.5	1.3	−0.9	0.0
1976	−4.8	4.0	−0.2	0.1	1.6	−1.2	−0.4
1977	−4.1	8.3	−0.9	0.6	0.4	−3.8	0.5
1978	−4.3	4.8	−0.3	−0.2	0.9	−2.3	−1.4
1979	−4.9	5.0	−2.2	0.4	1.5	−3.1	−3.3
1980	−4.8	3.0	−1.8	0.9	7.0	−2.7	1.9
1981	−1.1	3.0	−2.4	0.4	−0.2	−1.3	−1.3
1982	−6.0	11.0	−11.3	0.5	15.8	−8.7	1.4
1983	2.7	11.0	−2.1	−1.1	−10.1	−1.6	−0.7
1984	1.7	4.0	−2.8	0.8	1.9	−4.8	0.6
	2.5	6.0	−1.6	−1.0	−0.1	−6.4	−1.1

[1] Long-term interest-bearing items include Canadian and foreign bonds and government loans and subscriptions.
[2] Other long-term capital movements include equity investment, export credits and a residual category of other long-term capital movements.

[1] Les titres à long terme productifs d'intérêts comprennent les obligations canadiennes et étrangères, les emprunts et les souscriptions du gouvernement.
[2] Les autres mouvements de capitaux à long terme concernent les achats d'actions, les crédits à l'exportation et une catégorie résiduelle de mouvements de capitaux à long terme.

the growth of the domestic economy has expanded its ability to service that debt. As well, certain characteristics of Canadian external obligations have minimized the risk for international investors and have assured Canada continued ready access to foreign capital markets: the maturities of the obligations are predominately long-term; the debt is held by a broad range of borrowers and lenders with diverse risk characteristics; the increases in the debt have in general been associated with high outlays on fixed capital; and finally and more fundamentally Canada's relatively stable economic and political environment has added to the underlying security of its obligations.

The accumulation of external liabilities

Historically investment opportunities in Canada have exceeded the supply of domestic savings. Canada's demand for capital over the years has been heavy because of its rapidly expanding labour force and the capital intensive nature of its resource-based industries and transportation needs. This is reflected in the deficit on the current account of the balance of payments in 28 of the past 35 years and in the resulting growth of Canada's international indebtedness.

The balance sheet of Canada's international assets and liabilities is presented in Table I, while Table II shows, through the balance of payments figures, the related international flows of capital each year. The change in the investment position in Table I reflects these capital flows plus two items that under Canadian convention are not included in the balance of payments. These two items are net retained earnings of corporations and certain valuation changes.

By definition in the balance of payments, the sum of the current account balance and the capital account balance is equal to the net official monetary movements. In practice, however, there is a large

étrangères du Canada ont beaucoup réduit les risques de perte pour les étrangers qui investissent au Canada et ils ont toujours assuré l'accès du pays aux marchés étrangers. En effet, il s'agit d'engagements qui sont essentiellement à long terme, qui concernent un vaste éventail de prêteurs et d'emprunteurs dont la situation au regard des risques est très variée et dont l'accroissement a en général été lié à des niveaux élevés d'investissements fixes. Enfin, ce qui est fondamental, le climat de stabilité économique et politique assez grande qui règne au Canada a constitué une garantie additionnelle extrêmement importante pour les investisseurs.

L'accroissement des engagements étrangers

Dans le passé, les possibilités d'investissement au Canada ont souvent dépassé le niveau de l'épargne intérieure. La demande de capitaux au Canada a été très forte au fil des ans à cause de la croissance rapide de la main-d'oeuvre, de la grande intensité de capital dans les industries d'exploitation des ressources naturelles et de la nature des besoins dans le domaine des transports. Tout cela s'est reflété dans le déficit enregistré par la balance des paiements courants pendant 28 des 35 dernières années et dans l'accroissement de la dette extérieure du Canada qui en est résulté.

Le relevé des avoirs et engagements internationaux du Canada est résumé au Tableau I, tandis que le Tableau II montre, avec les chiffres de la balance des paiements, les flux internationaux de capitaux associés chaque année aux opérations internationales. La variation de la position nette du pays au titre des investissements présentée au Tableau I reflète l'incidence de ces flux de capitaux et de deux postes qui par convention sont exclus de la balance des paiements, à savoir les bénéfices nets non répartis des sociétés et les variations subies par l'évaluation de certains postes du relevé.

Dans la balance des paiements, le solde combiné de la balance courante et de la balance des capitaux est par définition égal à la variation nette des réserves monétaires officielles. Dans la réalité, toutefois, il existe un grand écart statistique, dont on ignore à la fois la provenance et la composition, de sorte qu'on ne peut

Table I
Tableau I

Canada's international investment position
Position du Canada au titre des investissements internationaux

Billions of Canadian dollars at year-end
En milliards de dollars canadiens en fin d'année

	1979 **1979**	1980 **1980**	1981 **1981**	1982 **1982**	1983 **1983**	1984 **1984**	
Measured from surveys of assets and liabilities							Données provenant des enquêtes sur les avoirs et engagements
Gross assets	56.3	67.2	85.0	93.2	100.6	117.4	Avoirs bruts
Less gross liabilities	155.7	173.9	218.2	229.3	247.8	275.6	Moins engagements bruts
Net international investment position (NIIP)	−99.4	−106.7	−133.2	−136.1	−147.2	−158.2	Position nette au titre des investissements internationaux (PNII)
Derived from current account							Données dérivées de la balance courante
Cumulative current account since 1927	−35.4	−36.5	−42.6	−39.9	−38.3	−36.3	Solde cumulatif de la balance courante depuis 1927
Cumulative retained earnings and other adjustments[1]	−45.0	−49.9	−61.1	−64.9	−72.0	−79.8	Montant cumulatif des bénéfices non répartis et des autres ajustements[1]
Net investment position derived from current account	−80.4	−86.4	−103.7	−104.8	−110.3	−116.1	Position nette au titre des investissements internationaux (calculée à partir de la balance courante)
Statistical discrepancy	19.0	20.3	29.5	31.3	36.9	42.1	Écart statistique

[1] Includes the 1926 net international investment position of −$5.1 billion, exchange rate fluctuations, valuations, etc.
Source: Statistics Canada, Canada's International Investment Position, 1978-1984 (Catalogue 67-202P)

[1] Comprend le chiffre net de −$5,1 milliards d'investissements internationaux à la fin de 1926 ainsi que les effets de la variation des taux de change, les ajustements de réévaluation, etc.
Source : Statistique Canada, Bilan canadien des investissements internationaux 1978-1984 (n° 67-202F au catalogue)

Table II
Tableau II

Summary of Canada's balance of international payments
Aperçu de la balance des paiements du Canada

Billions of Canadian dollars
En milliards de dollars canadiens

	Current account balance **Solde de la balance courante**	Net capital inflows **Entrées nettes de capitaux**				Statistical discrepancy (Inflows) **Écart statistique (entrées)**	Net official monetary movements and SDRs (Inflows) **Variation nette des réserves officielles de change et des DTS (entrées)**
		Long-term **A long terme**			Short-term **A court terme**		
		Interest-bearing[1] **Titres productifs d'intérêts[1]**	Direct investment **Investissements directs**	Other[2] **Autres[2]**			
1950							
1955	−0.3	0.3	0.3	0.1	0.3	0.1	0.7
1960	−0.7	−0.2	0.4	0.2	0.2	0.0	−0.0
1965	−1.2	0.2	0.6	0.1	0.2	0.1	−0.0
1970	−1.1	0.9	0.4	−0.5	0.7	−0.2	0.2
1971	1.1	0.4	0.6	−0.0	−0.2	−0.4	1.7
1972	0.4	0.1	0.7	−0.1	1.0	−1.3	0.9
1973	−0.4	1.1	0.2	0.2	0.5	−1.5	0.3
1974	0.1	0.3	0.1	0.3	−0.6	−0.7	−0.5
1975	−1.5	1.5	0.0	−0.5	1.3	−0.9	0.0
1976	−4.8	4.0	−0.2	0.1	1.6	−1.2	−0.4
1977	−4.1	8.3	−0.9	0.6	0.4	−3.8	0.5
1978	−4.3	4.8	−0.3	−0.2	0.9	−2.3	−1.4
1979	−4.9	5.0	−2.2	0.4	1.5	−3.1	−3.3
1980	−4.8	3.0	−1.8	0.9	7.0	−2.7	1.9
1981	−1.1	3.0	−2.4	0.4	−0.2	−1.3	−1.3
1982	−6.0	11.0	−11.3	0.5	15.8	−8.7	1.4
1983	2.7	11.0	−2.1	−1.1	−10.1	−1.6	−0.7
1984	1.7	4.0	−2.8	0.8	1.9	−4.8	0.6
	2.5	6.0	−1.6	−1.0	−0.1	−6.4	−1.1

[1] Long-term interest-bearing items include Canadian and foreign bonds and government loans and subscriptions.
[2] Other long-term capital movements include equity investment, export credits and a residual category of other long-term capital movements.

[1] Les titres à long terme productifs d'intérêts comprennent les obligations canadiennes et étrangères, les emprunts et les souscriptions du gouvernement.
[2] Les autres mouvements de capitaux à long terme concernent les achats d'actions, les crédits à l'exportation et une catégorie résiduelle de mouvements de capitaux à long terme.

statistical discrepancy, the source and content of which is not known. This fact makes for a degree of uncertainty about the actual size of Canada's net international liabilities and the best way to measure it. If the discrepancy is due entirely to unrecorded current account transactions, then the net investment position is best measured by cumulating identified capital flows (which are equal to the current account balance plus the statistical discrepancy). If, at the other extreme, unrecorded capital transactions are the source of the discrepancy, the net liability position is most accurately represented by cumulated current account flows.

These two measures of Canada's international net liability position are shown in Table I. In both, adjustments have been made for corporate retained earnings and valuation adjustments. Since retained earnings are a form of direct or equity investment, and since foreign direct investment in Canada has always been much higher than Canadian direct investment abroad, cumulated retained earnings appear as a large net liability in the international investment position. Other adjustments are those arising from revaluing the stock of financial claims at prevailing year-end closing exchange rates rather than at historical values, and from revaluing equity and other forms of direct investment to market values for transactions in existing assets.

Estimates from identified capital account components place Canada's net international liabilities at the end of 1984 at $158 billion. This is the method recently adopted by Statistics Canada.* By the cumulated current account method, the method previously used by Statistics Canada, net liabilities are estimated at just $116 billion. Thus there is a statistical discrepancy of $42 billion.

Long-term interest-bearing debt

To a large extent the current account deficit since 1970 has been financed by issues of long-term interest-bearing debt, that is, issues of more than one year to maturity. The outstanding amount was $105.1 billion or 86 per cent of total interest-bearing debt at the end of 1984 (Table III). Most of this consisted of long-term bonds of which the provincial and corporate sectors in Canada have been the largest issuers. The rest of the long-term debt is in the form of syndicated bank loans and other long-term claims such as mortgages. Over time, the flow of long-term bond borrowing has reflected changes in requirements of the various Canadian borrowers as well as movements in long-term interest rate differentials between Canada and other countries, expected exchange rate movements and some institutional factors.

Late in 1970 the government, reacting to the increasing inflow of capital, introduced guidelines directing borrowers to consider more financing in domestic markets. This may have contributed to the subsequent decline in new bonds issued abroad. In 1975 these

déterminer avec certitude l'ampleur réelle des engagements internationaux du Canada ni le meilleur moyen de les mesurer. Si l'écart tient exclusivement au fait que des opérations courantes ne sont pas enregistrées, il est préférable de calculer le chiffre net de la position du Canada au titre des investissements par le biais des flux cumulatifs de capitaux que l'on parvient à identifier (ce chiffre est égal au solde combiné de la balance courante et de l'écart statistique). Par contre, si l'écart en question est imputable au fait que des opérations de la balance de capitaux n'ont pas été comptabilisées, on obtient une évaluation plus précise des engagements nets à partir des flux cumulatifs de la balance courante.

Ces deux méthodes de calcul de la position du Canada au titre des engagements nets sont utilisées au Tableau I. Dans les deux cas, des ajustements ont été apportés pour tenir compte des bénéfices non répartis des sociétés et de l'évaluation de certains postes. Comme les bénéfices non répartis constituent une forme d'investissement direct ou de participation au capital des sociétés concernées et comme les investissements directs des non-résidents au Canada ont toujours été plus élevés que ceux des Canadiens à l'étranger, les chiffres cumulatifs des bénéfices non répartis figurent au relevé des investissements internationaux comme un engagement net d'ampleur considérable. Les autres ajustements effectués sont ceux qui découlent de l'évaluation du stock des créances financières, laquelle est faite au taux de change en vigueur à la clôture des opérations à la fin de l'année plutôt qu'aux taux pratiqués au moment où des opérations ont été effectuées, et de l'évaluation des placements en actions et des autres formes d'investissement direct; cet ajustement vise à comptabiliser au cours du marché les opérations faites sur des avoirs existants.

Selon les estimations faites à partir des composantes identifiées de la balance des capitaux, les engagements internationaux nets du Canada à la fin de 1984 étaient de 158 milliards de dollars. Ce chiffre a été obtenu à l'aide de la méthode de calcul que Statistique Canada a adoptée récemment*. Par contre, selon la méthode du solde cumulatif de la balance courante, que cet organisme utilisait auparavant, le chiffre net des engagements n'était que de 116 milliards, soit un écart statistique de 42 milliards.

Dette à long terme productive d'intérêts

Depuis 1970, le déficit de la balance courante a été financé dans une large mesure par un accroissement de l'encours des titres à long terme productifs d'intérêts, c'est-à-dire des obligations de plus d'un an. À la fin de 1984, l'encours de ces titres était de 105,1 milliards, soit 86 % de l'ensemble de la dette assortie de taux d'intérêt (Tableau III). Celle-ci était composée essentiellement d'obligations à long terme émises en majeure partie par les provinces et leurs entreprises et par les sociétés canadiennes. Le restant de la dette à long terme consiste en emprunts bancaires consortiaux et autres engagements tels que les emprunts hypothécaires. Au fil des ans, le flux des emprunts obligataires à long terme a reflété, d'une part, l'évolution des besoins de financement des différents agents économiques et, d'autre part, celle des écarts entre les taux d'intérêt à long terme pratiqués au Canada et dans d'autres pays, des variations attendues du taux de change et certains facteurs institutionnels.

En réaction à l'accroissement des entrées de capitaux, le gouvernement a émis à la fin de 1970 des directives incitant les agents économiques canadiens à s'adresser

* As already mentioned, nothing is known of the content of the discrepancy between the two estimates of net international debt. Statistics Canada's method does not imply that the discrepancy is thought to be the result of unrecorded current payments items. The choice of method is purely a statistical convention.

* Comme il a été mentionné précédemment, on ignore totalement la composition de l'écart observé entre les deux estimations de l'encours net de la dette internationale. Le choix fait par Statistique Canada n'implique pas qu'elle impute l'écart en question au fait que certains paiements courants ne sont pas comptabilisés. Il est d'ordre purement conventionnel.

Year-end En fin d'année	Net interest-bearing debt Dette productive d'intérêts (montant net)									Net international investment position[1] Position nette au titre des investissements internationaux[1]		
	Net long-term portfolio investment Investissements de portefeuille à long terme (montant net)			Net short-term debt Dette à court terme (montant net)			Total net interest-bearing debt Ensemble de la dette productive d'intérêts (montant net)					
	Stock in billions of Canadian dollars Stock en milliards de dollars canadiens	% of GNP En % du PNB	% of exports of goods and services En % des exportations de biens et services	Stock in billions of Canadian dollars Stock en milliards de dollars canadiens	% of GNP En % du PNB	% of exports of goods and services En % des exportations de biens et services	Stock in billions of Canadian dollars Stock en milliards de dollars canadiens	% of GNP En % du PNB	% of exports of goods and services En % des exportations de biens et services	Stock in billions of Canadian dollars Stock en milliards de dollars canadiens	% of GNP En % du PNB	% of exports of goods and services En % des exportations de biens et services
1900										1.1	107.9	—
1910										2.3	103.4	—
1920										4.0	72.0	—
1926	2.9	56.4	177.6	—	—	—	2.9	56.4	177.6	5.1	99.1	312.3
1930	3.3	57.7	259.4	—	—	—	3.3	57.7	259.4	6.5	113.6	511.0
1939	2.9	51.6	201.8	0.2	3.6	13.9	3.1	55.1	215.7	5.5	97.8	382.7
1945	2.6	21.9	73.0	−1.1	−9.3	−30.9	1.5	12.6	42.1	4.1	34.6	115.1
1950	2.8	15.1	67.3	−1.2	−6.5	−28.9	1.6	8.7	38.5	4.2	22.7	101.0
1955	2.9	10.2	50.4	−1.5	−5.3	−26.1	1.4	4.9	24.4	8.3	29.1	144.4
1960	5.0	13.0	71.4	−2.0	−5.2	−28.6	3.0	7.8	42.8	16.1	42.0	229.9
1965	7.4	13.4	66.2	−1.7	−3.1	−15.2	5.7	10.3	51.0	22.0	39.4	196.7
1970	11.7	13.7	55.3	−5.4	−6.3	−25.5	6.3	7.4	29.8	30.0	35.0	141.7
1971	12.1	13.0	55.5	−5.2	−5.5	−23.4	7.1	7.5	32.0	31.7	33.6	142.9
1972	14.1	13.4	57.4	−5.2	−4.9	−21.2	8.9	8.5	36.2	34.4	32.7	140.0
1973	15.1	12.2	49.2	−5.6	−4.5	−18.2	9.5	7.7	30.9	37.1	30.0	120.8
1974	17.0	11.5	43.6	−4.3	−2.9	−11.0	12.7	8.6	32.6	41.4	28.1	106.2
1975	23.9	14.5	59.1	−2.5	−1.5	−6.2	21.4	12.9	52.9	49.7	30.1	122.9
1976	33.4	17.4	72.9	−2.5	−1.3	−5.5	30.9	16.1	67.5	60.6	31.6	132.3
1977	38.7	18.4	73.3	−1.2	−0.6	−2.3	37.5	17.8	71.0	68.1	32.4	129.0
1978*	52.8	22.7	83.4	3.5	1.5	5.5	56.3	24.3	88.9	87.6	37.7	138.4
1979	57.7	21.8	74.4	8.6	3.3	11.1	66.3	25.1	85.5	99.4	37.6	128.2
1980	62.0	20.8	68.1	8.8	3.0	9.7	70.8	23.8	77.8	106.7	35.9	117.2
1981	75.4	22.2	74.9	23.9	7.0	23.7	99.3	29.2	98.6	133.2	39.2	132.3
1982	90.4	25.2	88.9	14.4	4.0	14.2	104.8	29.3	103.0	136.1	38.0	133.8
1983	95.7	24.6	88.4	16.1	4.1	14.9	111.8	28.7	103.4	147.2	37.7	136.1
1984	105.1	25.0	79.7	17.3	4.1	13.2	122.4	29.1	93.2	158.2	37.6	120.5

Negative sign indicates a net asset position.
* Break in series
[1] Components of the net international investment position have been valued at year-end closing exchange rates after 1978, rather than historical rates.

Le signe négatif désigne un actif net.
*Rupture dans les séries
[1] Les composantes de la position nette au titre des investissements internationaux ont été évaluées aux taux de change en vigueur en fin d'année après 1978, et non aux taux en vigueur au moment des transactions.

Table IV
Tableau IV

Outstanding Canadian bonds held by non-residents by sector
Encours des obligations canadiennes détenues par des non-résidents : Répartition par secteur

Billions of dollars at year-end[1]
En milliards de dollars en fin d'année[1]

	Federal government **Gouvernement fédéral**	Provincial governments and enterprises **Gouvernements provinciaux et leurs entreprises**	Municipal governments **Municipalités**	Corporations[2] **Sociétés[2]**	Total **Total**
1970	0.6	5.8	1.3	4.2	11.9
1971	0.6	6.2	1.3	4.1	12.2
1972	0.7	7.0	1.3	4.2	13.2
1973	0.6	7.8	1.4	4.1	13.9
1974	0.5	9.4	1.6	4.3	15.8
1975	0.7	12.5	2.1	5.0	20.3
1976	1.1	17.2	2.8	7.8	28.9
1977	1.4	21.8	3.5	10.8	37.5
1978	4.0	26.6	3.8	13.7	48.1
1979	5.4	27.2	3.5	14.9	51.0
1980	6.5	27.9	3.3	17.2	54.9
1981	7.9	32.8	3.4	21.1	65.2
1982	9.4	39.0	3.8	26.1	78.3
1983	9.8	42.8	3.8	27.4	83.8
1984	11.5	47.4	4.6	29.7	93.2

(1) Issues denominated in foreign currencies have been converted to Canadian dollars at prevailing year-end closing exchange rates.
(2) This includes bonds issued by federal government enterprises.
Source: Statistics Canada from 1978 to 1984. Data from 1970 to 1977 are Bank of Canada estimates.

(1) Les émissions libellées en monnaies étrangères ont été converties en dollars canadiens aux taux de change en vigueur en fin d'année.
(2) Comprend les obligations émises par les entreprises du gouvernement fédéral.
Source : Statistique Canada, de 1978 à 1984. Les données de 1970 à 1977 sont des estimations faites par la Banque du Canada.

guidelines were removed and the 15 per cent withholding tax on interest payments to non-residents was also removed from some types of bonds. Coincident with these changes, Canadian-U.S. interest rate differentials widened and the borrowing needs by the provincial electric utilities surged. The result was a marked increase in long-term borrowing abroad; the stock of bonds held by non-residents increased by 31 per cent in 1975 and by 47 per cent in 1976, or from 10 per cent of GNE in 1974 to 14 per cent in 1976. Interest costs (apart from potential exchange rate movements) in overseas capital markets had become especially attractive to Canadian borrowers. Provincial electric utilities, for instance, offered large issues in European and Japanese markets denominated in Canadian dollars, U.S. dollars, Swiss francs, Deutsche marks and Japanese yen.

From 1977 to 1979 as interest rate differentials narrowed, borrowers turned to domestic markets. At the same time the exchange value of the Canadian dollar declined. This added to the cost of servicing existing foreign-currency debt and raised uncertainty about future exchange values. New foreign issues by corporate, provincial and municipal borrowers dropped sharply but this was partly offset by an increase in federal government

davantage aux marchés intérieurs. Cette mesure a peut-être contribué à la diminution du volume des nouvelles obligations placées à l'étranger. En 1975, ces directives ont été abrogées, et l'impôt de 15 % retenu à la source sur les intérêts payés aux non-résidents a cessé de s'appliquer à certains types d'obligations. À la même époque, les écarts de taux d'intérêt entre le Canada et les États-Unis se sont creusés, les besoins de financement des sociétés provinciales d'électricité se sont vivement accrus, ce qui a entraîné une augmentation marquée des emprunts à long terme contractés à l'étranger. Le stock des obligations que détiennent les non-résidents a augmenté de 31 % en 1975 et de 47 % en 1976, soit de 10 à 14 % de la DNB sur la période 1974-1976. Les taux d'intérêt en vigueur sur les marchés financiers d'outre-mer (abstraction faite des variations potentielles du taux de change) étaient devenus particulièrement attrayants pour les emprunteurs canadiens. Les sociétés provinciales d'électricité, par exemple, ont placé sur les marchés européens et japonais de gros emprunts obligataires libellés en dollars canadiens, en dollars É.-U., en francs suisses, en marks allemands et en yen japonais.

Entre 1977 et 1979, à mesure que les écarts de taux d'intérêt se rétrécissaient, les emprunteurs se sont tournés vers les marchés intérieurs. En même temps, le dollar canadien a baissé sur les marchés des changes. Cela a eu pour conséquence d'alourdir le fardeau du service de la dette contractée en devises et a créé des incertitudes au sujet de l'évolution future du taux de change. Ainsi les emprunts en devises des sociétés, des provinces et des municipalités ont diminué

borrowing to replenish official international reserves and in borrowing by the Export Development Corporation. In 1981 and 1982 the Canadian-U.S. interest rate differential widened again, provincial budget deficits were larger, and corporate financing requirements were increasing. As a result bond issues in foreign markets, which are typically denominated in foreign currency, reached new highs of $11 billion a year. More recently, because of weak investment spending in Canada and lower corporate cash requirements, this inflow has abated despite a large increase in net bond issues by the federal government in 1984. There have been increased inflows recently through large non-resident, especially Japanese, purchases of outstanding Canadian bonds originally issued in the domestic market.

Part of the debt buildup in the early 1980s can be related to the increased ratio of debt to equity on the balance sheet of the Canadian corporate sector. In addition, Canadian takeovers of foreign-owned companies in Canada financed by foreign borrowing in effect switched existing direct and equity liabilities to debt. For instance, much of the direct investment outflow of $11.3 billion in 1981 resulted from energy industry takeovers under the stimulus of the National Energy Program announced in October 1980. As a counterpart to the outflow of direct investment, there were heavy inflows of short-term debt to finance the takeovers.

Short-term interest-bearing debt

In most years through the second half of the 1970s and the early 1980s substantial inflows of short-term capital were stimulated by much the same factors that influenced long-term indebtedness such as borrowing requirements and interest differentials. However, exchange rate expectations may at times have played a larger role in determining short-term flows.* These inflows reached a high of $16.4 billion in 1981, and net short-term indebtedness approached $24 billion.

The dominant component of Canada's short-term indebtedness has been the chartered banks' net foreign currency position with non-residents (Table V) and this item was particularly large in 1981

* The connection between exchange rate expectations and capital flows is discussed in more detail in "Short-term interest rates and the exchange rate" published in the January 1980 issue of this Review.

considérablement, mais leur baisse a été en partie compensée par un accroissement des emprunts contractés par le gouvernement fédéral pour renflouer ses réserves officielles de liquidités internationales et par la Société pour l'expansion des exportations. En 1981 et en 1982, l'écart entre les taux d'intérêt canadiens et américains s'est de nouveau élargi, le déficit budgétaire des provinces s'est creusé et les besoins de trésorerie des sociétés ont augmenté. Ainsi, les emprunts obligataires placés sur les marchés étrangers, qui en règle générale sont libellés en devises étrangères, ont atteint un nouveau sommet de 11 milliards de dollars par année. Ces derniers temps, la faiblesse des dépenses d'investissement au Canada et la diminution des besoins de trésorerie des sociétés ont entraîné une diminution des entrées de capitaux en dépit de l'accroissement marqué des émissions nettes d'obligations du gouvernement fédéral enregistré en 1984. Les entrées de capitaux se sont accrues récemment par suite des gros achats effectués par des non-résidents, en particulier des Japonais, d'obligations en dollars canadiens émises à l'origine sur le marché intérieur.

L'accroissement de la dette au début de la décennie peut être associé en partie à l'augmentation du ratio des engagements à l'avoir propre des sociétés canadiennes. Par ailleurs, les prises de contrôle de sociétés étrangères établies au Canada auxquelles les Canadiens ont procédé avec du financement étranger ont eu pour effet de remplacer des investissements directs et des participations au capital de certaines sociétés par des dettes. Par exemple, la majeure partie de la diminution de 11,3 milliards de dollars enregistrée en 1981 par les investissements directs résulte des prises de contrôle effectuées dans l'industrie énergétique sous l'incitation du Programme énergétique national institué en octobre 1980. Des entrées massives de capitaux à court terme sont venues compenser les sorties de fonds occasionnées par ces opérations.

La dette à court terme productive d'intérêts

Durant la plupart des années comprises entre la seconde moitié des années 70 et le début des années 80, les entrées considérables de capitaux à court terme enregistrés au Canada s'expliquaient dans une large mesure par des facteurs similaires dans l'ensemble à ceux qui influençaient la dette à long terme, à savoir les besoins de financement et les écarts de taux d'intérêt. Il se peut toutefois que les anticipations de taux de change aient joué à l'occasion un rôle plus important dans la détermination de l'ampleur des flux de capitaux à court terme*. En 1981, ces entrées de capitaux ont atteint un sommet de 16,4 milliards de dollars; la dette

* On trouvera une analyse plus détaillée de la relation entre les anticipations relatives aux taux de change et les flux de capitaux dans l'article intitulé «Les taux d'intérêt à court terme et le taux de change», publié dans la livraison de janvier 1980 de la Revue.

Table V
Tableau V

Major components of short-term liability position
Principales composantes du passif net à court terme

Billions of Canadian dollars En milliards de dollars canadiens

	Resident holdings of foreign currencies Avoirs en devises des résidents		Major elements of non-resident holdings of Canadian dollar assets Principaux avoirs des non-résidents en dollars canadiens				
	Chartered bank net foreign currency position with non-residents[1] Position nette en devises des banques à charte vis-à-vis des non-résidents[1]	Non-bank holdings of foreign currencies abroad Avoirs en devises détenus à l'étranger par le secteur non bancaire	Canadian dollar deposits Dépôts en dollars canadiens	Canadian government demand liabilities[2] Engagements à vue du gouvernement canadien[2]	Treasury bills Bons du Trésor	Finance company, commercial and other paper Papier des sociétés de financement, papier commercial et autres effets	Total Total
1970	−2.1	−1.5	0.8	0.0	0.0	1.5	2.3
1971	−0.7	−2.0	0.9	0.0	0.0	1.6	2.5
1972	−0.1	−2.2	1.0	0.1	0.0	1.3	2.4
1973	−0.4	−2.6	1.2	0.2	0.0	1.5	2.9
1974	−1.8	−0.9	1.8	0.2	0.1	1.7	3.8
1975	−1.4	−1.2	2.3	0.2	0.1	2.0	4.6
1976	−2.3	−1.6	2.5	0.2	0.6	2.6	5.9
1977	−1.1	−2.5	2.7	0.4	0.8	2.8	6.7
1978	1.5	−3.2	3.2	0.4	0.7	2.9	7.2
1979	5.6	−3.0	3.7	0.6	0.6	3.6	8.5
1980	7.0	−3.8	3.7	0.8	1.1	4.2	9.8
1981	25.3	−10.2	5.6	1.0	1.1	4.3	12.0
1982	22.4	−13.7	4.9	1.0	1.2	2.5	9.6
1983	24.6	−13.3	4.3	1.2	2.2	3.1	10.8
1984	26.9	−15.8	4.9	1.3	3.7	3.4	13.3

Negative sign indicates a net asset position.
(1) Non-residents include chartered bank agencies, branches and subsidiaries abroad.
(2) Largely non-interest bearing notes payable on demand to international agencies.

Le signe négatif désigne un actif.
(1) La catégorie des non-résidents comprend les agences, les succursales et les filiales des banques à charte à l'étranger.
(2) Il s'agit surtout de billets à vue non productifs d'intérêts détenus par les organismes internationaux.

partly because of the above-mentioned wave of corporate repatriations. To a large extent, Canadian firms financed their takeovers by short-term borrowing, mainly from Canadian banks and in U.S. dollars. The banks in turn borrowed in foreign capital markets. A second factor was the requirement in the revised Bank Act that beginning in February 1981 the banks maintain a 3 per cent reserve on resident foreign-currency deposits booked in Canada. This led to a decline in those deposits and the chartered banks increased their use of foreign-currency deposits from non-residents as a source of funds. In all, the net increase in 1981 in the chartered banks' foreign-currency liabilities to non-residents amounted to $18.3 billion. In 1982 as the demand for credit eased in Canada the chartered banks began paying down their foreign-currency liabilities. At the same time interest rate differentials narrowed, the Canadian dollar depreciated, and also credit rating services downgraded automotive sales finance company paper. Because of these factors, non-residents reduced their Canadian-dollar deposits and holdings of finance company paper. There was in consequence a large short-term outflow. Since 1982 net short-term indebtedness has fluctuated around the $16 billion level.

nette à court terme était cette année-là de près de 24 milliards de dollars.

La position nette en devises des banques à charte vis-à-vis des non-résidents (Tableau V) a constitué la principale composante de la dette à court terme du Canada, et ce poste a été particulièrement important en 1981 en partie à cause de la vague de prises de contrôle de sociétés étrangères mentionnée précédemment. Les sociétés canadiennes ont dans une large mesure financé leurs opérations de prises de contrôle auprès de banques canadiennes, par des emprunts à court terme obtenus principalement en dollars américains. Ces dernières ont à leur tour emprunté sur les marchés de capitaux étrangers. Un deuxième facteur qui a contribué à l'accroissement de ces emprunts a été l'entrée en vigueur, en février 1981, de la disposition de la Loi sur les banques qui oblige les banques à charte à assortir d'une réserve de 3 % les dépôts en devises étrangères comptabilisés au Canada au nom des résidents. Cette disposition a entraîné une baisse de ces dépôts et a porté les banques à charte à utiliser davantage les dépôts en devises des non-résidents comme source de financement. En 1981, l'augmentation nette des engagements en devises des banques à charte envers des non-résidents s'est chiffrée dans l'ensemble à 18,3 milliards de dollars. En 1982, les banques à charte ont profité d'une atténuation de la demande de crédit au Canada pour commencer à rembourser leurs engagements en devises étrangères. Cette même année, les écarts des taux d'intérêt se sont amenuisés, le dollar canadien s'est déprécié et les services d'évaluation du crédit ont diminué la cote attribuée au papier de sociétés de financement des ventes d'automobiles. Ces facteurs ont porté les non-résidents à réduire leurs dépôts en dollars canadiens et leurs avoirs en papier des sociétés de financement, ce qui a entraîné sur la période une grosse sortie nette de capitaux à court terme. Depuis 1982, l'endettement net à court terme se situe aux environs de 16 milliards de dollars.

Implications of indebtedness and debt service

So long as two basic conditions hold a country can meet its payments on an increased external debt without reducing the consumption enjoyed by its population. First, there must be an accumulation of productive capital at least equal to the increase in the debt; and second, the return on the capital must be at least equal to the rate of interest paid to foreigners. If the capital stock financed by the inflow of foreign savings also contributes directly to export earnings (or to reducing imports), the servicing payments to foreigners can be made without causing substantial exchange rate movements.

Even though a country is able to make payments over the long run it can still run into short-term liquidity problems. These could be caused by a sudden, but reversible, change in market conditions such as a recession abroad, temporarily high interest rates, or exchange rate misalignments. Confidence of investors in its economic and political stability is another important variable. Thus, it is important not only that a country orient its economic policies towards stable, non-inflationary growth but also that investors perceive this to be so. In particular, fiscal deficits that are prolonged and absorb a high proportion of savings are liable to raise doubts that capital inflows have been employed productively.

Some objective measures of the sustainability of a country's foreign indebtedness are: the maturity structure of debt repayments relative to the flow of returns from investment projects; the diversity of borrowers and lenders; the currency denomination of the debt; and most basically, whether foreign borrowing is accompanied by investment in new productive capacity.

A predominance of long-term debt reduces vulnerability to rollover problems and also tends to lessen the impact of short-term increases in interest rates.* However, there are risks for the long-term borrower that inflation and nominal interest rates may drop at

* Financial innovations such as the increasing use of floating rate notes and interest swaps have increased the amount of term borrowing at variable rates. Thus, long-term debt service costs are now more sensitive at the margin to short-term interest movements.

Implications de l'endettement et du service de la dette

Tout pays est en mesure d'effectuer les paiements qu'entraîne un accroissement de sa dette extérieure sans que sa population n'ait à restreindre sa consommation tant que les deux conditions fondamentales suivantes sont satisfaites. Premièrement, le capital productif doit augmenter au moins autant que la dette. Deuxièmement, le taux de rendement du capital investi doit être au moins égal au taux d'intérêt servi aux étrangers. Si le stock de capital financé par les entrées d'épargne étrangère contribue aussi à alimenter directement les recettes d'exportations (ou à réduire les importations), les paiements liés au service de cette dette peuvent s'effectuer sans provoquer de variations importantes du taux de change.

Même si, dans le long terme, un pays est en mesure de faire face à ses obligations, il peut quand même éprouver pour diverses raisons des problèmes de liquidité à court terme, par exemple une modification soudaine, mais réversible, de la situation du marché, qui se produit en cas de récession à l'étranger, de hausse temporaire des taux d'intérêt ou d'alignement défectueux des taux de change. La confiance des investisseurs dans la stabilité du climat économique et politique est une autre variable importante. À cet égard, il importe non seulement qu'un pays oriente ses politiques économiques dans le sens d'une croissance stable et non inflationniste mais aussi que l'orientation de ces politiques soit perçue de cette façon par les investisseurs. La persistance de déficits budgétaires qui absorbent une proportion élevée de l'épargne est par exemple susceptible de soulever certains doutes sur l'utilisation à des fins productives des entrées de capitaux.

Il existe certains critères objectifs qui permettent de mesurer la capacité d'un pays à supporter un certain niveau d'endettement vis-à-vis de l'étranger : le calendrier des remboursements par rapport au flux des recettes produites par les investissements, l'éventail des emprunteurs et des prêteurs concernés, la monnaie dans laquelle les titres de dette sont libellés. À cela s'ajoute la question fondamentale de savoir si les emprunts à l'étranger ont été affectés ou non à l'accroissement de l'appareil productif.

some future date. In Canada's case, the debt is dominated by long-term issues, bearing fixed rates of interest. Although there has been some shortening of the term structure over the past decade (Table VI), maturities of more than 5 years made up 70 per cent of the total outstanding Canadian bonds held by non-residents at the end of 1984.

The breakdown of Canadian borrowers indicates a fairly diverse cross section (Table IV). At the end of 1984 approximately 50 per cent of the Canadian bonds held by foreigners were issues of provincial governments and their enterprises, particularly their electric power companies. The capital needs for electric utility projects tend to be long-term and large relative to the availability of long-term funds in Canada. As a result, the industry resorted to foreign markets where loans of up to 30 years were more readily available, for example in 1975 and 1976 when Hydro Quebec's James Bay development and new electric power plants for Ontario Hydro were being financed.

The remaining outstanding bonds represent borrowing by corporations (25 per cent), the federal government and its business enterprises (20 per cent), and municipal governments (5 per cent).

Most of the Canadian external debt has been issued publicly in capital markets; there have been few private placements. Because it is thus widely held by a broad range of borrowers and lenders with diverse risk characteristics, the risk that refinancing difficulties could arise from stresses in particular industries or institutions is much reduced.

The currency in which the debt is denominated also affects a country's vulnerability to external events. A high proportion in a single foreign currency could indicate high exposure to particular exchange rate disturbances. Over 70 per cent of Canada's external debt is denominated in U.S. dollars (Table VII). However, trade with the United States produces well over 70 per cent of Canada's current account earnings so that the currency requirements for debt service are quite well matched by receipts. Another 17 per cent of the external debt is denominated in Canadian dollars and the remainder in other currencies. Since the mid-1970s the amount of debt issued in other foreign currencies has been increasing partly because interest rates were favourable and partly because currency diversification offered some borrowers potentially lower risks. The movement offshore was facilitated by the growth and liberalization of offshore financial markets.

Debt and debt service ratios

To analyze the external debt situation over the long run and to make comparisons among countries, debt should be scaled to a measure of economic activity such as Gross National Product or exports of goods and services. These ratios, which provide a gauge of the 'burden' of Canada's debt are shown in Chart I and Table III.

There is no precise, universal level at which the debt service ratio of a country indicates a serious debt-servicing problem.

Lorsque la majeure partie des dettes sont à long terme, le pays est moins exposé aux problèmes de renouvellement des emprunts et aux augmentations de courte durée des taux d'intérêt*. Par contre, le taux d'inflation et les taux d'intérêt nominaux peuvent diminuer à un moment donné. Dans le cas du Canada, la dette consiste principalement en titres à long terme assortis de taux d'intérêt fixes. Bien que l'échéance moyenne des titres canadiens ait été un peu raccourcie depuis une dizaine d'années (voir Tableau VI), à la fin de 1984, 70 % des obligations canadiennes détenues par les non-résidents avaient des échéances de plus de cinq ans.

La ventilation de la dette par catégorie d'emprunteurs (Tableau IV) révèle une distribution assez variée. À la fin de 1984, environ 50 % des obligations canadiennes détenues par des étrangers avaient été émises par des provinces et des entreprises provinciales, en particulier les compagnies d'électricité. Les capitaux nécessaires au financement des grands projets de ces entreprises sont souvent des capitaux à long terme, et les besoins de ces dernières sont souvent énormes par rapport au volume des capitaux à long terme disponibles sur le marché intérieur. C'est pourquoi les compagnies d'électricité ont fait appel dans le passé au marché étranger, où il leur était plus facile de contracter des emprunts dont l'échéance pouvait aller jusqu'à 30 ans; c'est notamment ce qu'ont fait en 1975 et 1976 Hydro-Québec et Hydro-Ontario pour financer respectivement le projet de la Baie James et la construction de nouvelles centrales électriques.

L'autre tranche de 50 % d'obligations en circulation est constituée de titres de sociétés (25 %), du gouvernement fédéral et de ses entreprises (20 %) et des municipalités (5 %).

La majeure partie de la dette extérieure du Canada a fait l'objet d'émissions publiques sur les marchés de capitaux; il y a eu en effet très peu de placements privés. Donc, comme l'éventail des emprunteurs et des prêteurs est très large et que ces agents font face à des risques différents, la probabilité que des tensions survenant dans certaines branches d'activité ou dans certaines institutions financières engendrent des problèmes de refinancement se trouve réduite de beaucoup.

La monnaie dans laquelle sont libellés les titres de dette en devises influe également sur l'aptitude du pays à faire face aux phénomènes qui se produisent à l'étranger. Le fait qu'une proportion élevée des emprunts d'un pays est libellée en une seule monnaie peut être l'indice d'une grande sensibilité à certaines variations des taux de change. Plus de 70 % de la dette extérieure du Canada est libellée en dollars américains (voir Tableau VII). Comme le commerce canado-américain produit plus de 70 % des revenus comptabilisés dans la balance courante du Canada, les besoins en devises qui découlent du service de la dette ne posent pas de problèmes. Environ 17 % de la dette extérieure est libellée en dollars canadiens, et le reste en d'autres monnaies. Depuis le milieu des années 70, le volume de la dette émise en d'autres monnaies étrangères a augmenté à cause notamment de l'évolution favorable des taux d'intérêt dans les pays concernés mais aussi parce que la diversification des monnaies de paiement permet à certains emprunteurs de réduire les risques courus. La croissance et la libéralisation des marchés financiers offshore a également encouragé cette tendance.

Les ratios de la dette et du service de la dette

Pour analyser l'évolution de la dette extérieure sur longue période et pour établir à

* Les innovations financières comme l'utilisation accrue de billets à taux flottants et de swaps de taux d'intérêt ont entraîné une augmentation du volume des emprunts à terme à taux variables. Le poids du service de la dette à long terme est donc maintenant devenu légèrement plus sensible aux fluctuations des taux d'intérêt à court terme.

Table VI
Tableau VI

Maturity structure of outstanding Canadian bonds held by non-residents
Échéances des obligations canadiennes détenues par des non-résidents

	Total outstanding[1] in billions of Canadian dollars at year-end / Encours total[1] en milliards de dollars canadiens en fin d'année	Remaining term to maturity, per cent distribution / Terme à courir, répartition en pourcentage				
		1-5 years / 1 à 5 ans	6-10 years / 6 à 10 ans	11-15 years / 11 à 15 ans	16-20 years / 16 à 20 ans	Over 20 years / Plus de 20 ans
1978	48.1	20	18	15	22	25
1979	51.0	22	18	14	21	25
1980	54.9	25	17	14	19	25
1981	65.2	24	23	17	13	23
1982	78.3	25	31	15	10	19
1983	83.8	27	31	15	8	19
1984	93.2	30	30	14	8	18

[1] Issues denominated in foreign currencies have been converted to Canadian dollars at prevailing year-end closing exchange rates.

[1] Les émissions libellées en monnaies étrangères ont été converties en dollars canadiens aux taux de change en vigueur en fin d'année.

Table VII
Tableau VII

Outstanding Canadian bonds held by non-residents by currency of payment
Encours des obligations canadiennes détenues par des non-résidents : Répartition par monnaie de règlement

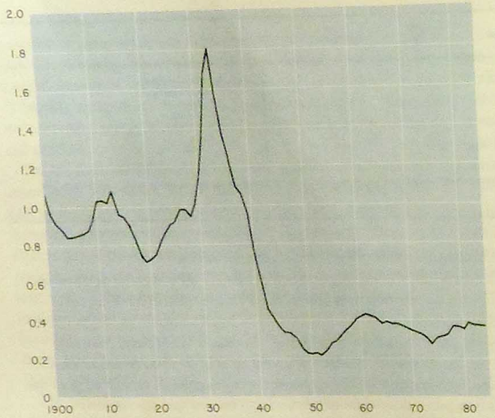
Billions of Canadian dollars at year-end 1984[1]
En milliards de dollars canadiens, à la fin de 1984[1]

Currency of payment / Monnaies de règlement	Federal / Gouvernement fédéral	Provincial / Provinces	Municipal / Municipalités	Corporate / Sociétés	Total / Total
Canadian dollars / Dollars canadiens	7.9	3.7	1.1	4.3	17.0
U.S. dollars / Dollars É.-U.	9.1	37.9	3.1	16.4	66.5
Swiss francs / Francs suisses	1.4	2.2	0.2	1.4	5.2
Deutsche marks / Marks allemands	0.2	1.3	0.1	0.1	1.7
Other / Autres	0.2	2.3	0.1	0.2	2.8
Total / Total	18.8	47.4	4.6	22.4	93.2

[1] Foreign currency issues have been converted to Canadian dollars at 1984 year-end closing exchange rates.

[1] Les émissions en monnaies étrangères ont été converties en dollars canadiens aux taux de change en vigueur à la fin de 1984.

Chart I Ratio of net international liability position to GNP
Graphique I Rapport des engagements internationaux nets au PNB



Conceptually, if the growth rate of a debtor country's economy is at least as high as the international real rate of interest, that country could borrow to pay the interest costs and maintain any particular level of the debt/income ratio. However, in reality, limits are imposed by uncertainty about the path of future economic growth and international interest rates. What ratio of debt or debt-service costs to income is sustainable in practice depends very much on a number of economic and political parameters.

While Canada's net liabilities have increased in absolute terms since the beginning of the century, there has not been a continuous upward trend in the net liabilities/GNP ratio. In the early 1900s when foreign capital was required to supplement Canadian savings in financing new development in Canada, net foreign liabilities exceeded Canada's annual GNP. The 1900-13 period was one of particularly rapid growth and financing was primarily from Britain in the form of bonds. By the 1920s growing Canadian savings were

ce sujet de bonnes comparaisons entre pays, il faut mettre la dette extérieure en parallèle avec des indicateurs de l'activité économique, par exemple le produit national brut ou les exportations de biens et de services. En procédant de cette façon, on obtient pour le Canada des ratios, reproduits au Graphique I et au Tableau III, qui permettent d'évaluer le «fardeau» de la dette.

Il n'existe pas un chiffre précis, valable pour tous les pays, à partir duquel le ratio du service de la dette révèle l'existence d'un grave problème. Théoriquement, si le rythme de croissance de l'économie d'un pays débiteur est au moins égal au taux d'intérêt réel pratiqué sur les marchés financiers internationaux, ce pays pourrait emprunter pour payer les intérêts afférents à sa dette tout en maintenant constant le rapport entre ses dettes et ses revenus. En réalité, toutefois, les incertitudes relatives au profil de croissance économique et aux taux d'intérêt internationaux imposent des limites à l'endettement. En fait, le rapport de la dette au revenu ou du service de la dette au revenu qu'un pays peut supporter en pratique dépend dans une large mesure d'un certain nombre de paramètres économiques et politiques.

Bien que le montant net des engagements du Canada se soit accru en chiffres

able to finance more of the expansion and also U.S. investment in Canada was rising sharply. Although Canada's foreign indebtedness was growing, the new investment was adding productive capacity to the Canadian economy and the net liability/GNP ratio remained fairly stable until the 1930s.* While the sharp decline in GNP in the depression years caused this ratio to jump, during World War II and shortly after the debt ratio declined sharply: GNP was increasing strongly and current account surpluses permitted the repatriation of

* Data for the 1900-26 period are taken from "Canadian Capital Movements and the Canadian Balance of International Payments, 1900-1934" by Frank A. Knox, which was published in "Canadian-American Industry. A Study in International Investment" by H. Marshall, F.A. Southard and K.W. Taylor. Some of the data and a description of Canada's international indebtedness from 1900 can be found in "Historical Statistics of Canada", M.C. Urquhart, Editor.

absolus depuis le début du siècle, la tendance du rapport des engagements nets au PNB n'a pas toujours été à la hausse. Au début du siècle, époque où le Canada devait compléter l'épargne intérieure par des capitaux étrangers pour financer des projets de développement, les engagements nets du pays envers l'étranger dépassaient le chiffre annuel du PNB. De 1900 à 1913, le pays a connu une croissance particulièrement rapide et s'est procuré surtout en Grande-Bretagne, sous la forme d'emprunts obligataires, le financement dont il avait besoin. Dans les années 20, l'accroissement de l'épargne permettait de financer une plus grande part de la croissance, et les investissements américains ont augmenté considérablement. Certes, le pays s'endettait davantage, mais les nouveaux investissements augmentaient la capacité de production de l'économie canadienne de sorte que le rapport des engagements nets au PNB est demeuré assez stable jusque dans les

Table VIII Net debt service measures
Tableau VIII Mesures du service de la dette, en chiffres nets

	Net interest payments Paiements nets d'intérêts			Net miscellaneous income payments Paiements nets de revenus divers			Total net interest and miscellaneous income payments Total des paiements nets d'intérêts et de revenus divers			Total net interest and miscellaneous income payments plus long-term bond retirements Total des paiements nets d'intérêts et de revenus divers et remboursements d'obligations à long terme			Total net interest and miscellaneous income payments plus long-term bond retirements plus net stock of short-term debt Total des paiements nets d'intérêts et de revenus divers, remboursements d'obligations à long terme et encours net de la dette à court terme		
	Billions of Canadian dollars En milliards de dollars canadiens	% of GNP En % du PNB	% of exports of goods and services En % des exportations de biens et services	Billions of Canadian dollars En milliards de dollars canadiens	% of GNP En % du PNB	% of exports of goods and services En % des exportations de biens et services	Billions of Canadian dollars En milliards de dollars canadiens	% of GNP En % du PNB	% of exports of goods and services En % des exportations de biens et services	Billions of Canadian dollars En milliards de dollars canadiens	% of GNP En % du PNB	% of exports of goods and services En % des exportations de biens et services	Billions of Canadian dollars En milliards de dollars canadiens	% of GNP En % du PNB	% of exports of goods and services En % des exportations de biens et services
1970	0.5	0.6	2.4	0.1	0.1	0.4	0.6	0.7	2.8	1.1	1.3	5.4	−4.3	−5.0	−20.1
1971	0.5	0.6	2.4	0.2	0.2	0.7	0.7	0.7	3.2	1.5	1.6	6.9	−3.7	−3.9	−16.5
1972	0.6	0.6	2.5	0.2	0.2	0.9	0.8	0.8	3.3	1.4	1.4	5.8	−3.8	−3.6	−15.4
1973	0.7	0.5	2.2	0.2	0.2	0.8	0.9	0.7	3.0	1.7	1.3	5.4	−3.9	−3.2	−12.8
1974	0.7	0.5	1.8	0.4	0.3	1.0	1.1	0.7	2.7	1.6	1.1	4.2	−2.7	−1.8	−6.8
1975	1.0	0.6	2.4	0.2	0.2	0.6	1.2	0.7	3.0	2.1	1.3	5.1	−0.4	−0.3	−1.1
1976	1.9	1.0	4.1	0.3	0.2	0.8	2.2	1.2	4.9	3.1	1.7	7.0	0.7	0.4	1.6
1977	2.6	1.3	5.0	0.4	0.2	0.7	3.0	1.4	5.7	3.9	1.9	7.4	2.7	1.3	5.2
1978	3.4	1.5	5.3	0.7	0.3	1.1	4.0	1.7	6.4	5.4	2.3	8.5	8.9	3.8	14.0
1979	3.8	1.5	5.0	1.3	0.5	1.7	5.2	2.0	6.6	7.3	2.7	9.4	15.9	6.0	20.5
1980	4.1	1.4	4.5	1.6	0.5	1.7	5.6	1.9	6.2	8.1	2.7	8.9	16.8	5.7	18.6
1981	5.0	1.5	5.0	3.9	1.1	3.8	8.9	2.6	8.8	12.1	3.5	11.9	35.9	10.6	35.6
1982	7.5	2.1	7.4	2.6	0.7	2.6	10.1	2.8	9.9	14.5	4.1	14.3	28.9	8.1	28.5
1983	8.4	2.1	7.7	2.2	0.6	2.1	10.6	2.7	9.8	15.6	4.0	14.5	31.8	8.2	29.4
1984	9.4	2.2	7.2	2.7	0.6	2.0	12.1	2.9	9.2	17.1	4.1	13.0	34.3	8.2	26.2

Negative signs indicate a surplus.
Le signe négatif indique un excédent.

Canadian government and railway bonds, as well as the extending of war loans from the Canadian government to the United Kingdom in 1942 and 1946.

Since 1950 net liabilities have moved between 22 per cent and 43 per cent of GNP, the low being recorded in 1952. Foreign investment in Canada grew rapidly with the expansion of manufacturing and resource industries in the 1950s. Net liabilities reached 43 per cent of GNP, a postwar peak, in 1961. The period of strong GNP growth after 1961 caused a steady decline in the net liabilities/GNP ratio to 28 per cent in 1974. The recent high of 39 per cent was reached in 1981.

Interest-bearing net external debt relative to GNP moved up rapidly through the 1970s and in 1984 was at 29 per cent, fractionally below the 1982 peak (Table III). The expansion in interest-bearing debt has caused an increase in the net debt-service payments in the current account of the balance of payments which are presented in Table VIII. Under balance of payments conventions the category "net interest payments" refers only to the servicing of bonds. Short-term debt servicing is part of the "net miscellaneous income payments" which also include a number of smaller items such as interest payments on syndicated loans and interest payments on long-term inter-company and bank loans.* It is therefore necessary to combine the two items to get a measure of the total net servicing payments.

Since 1970, this total has risen from $0.6 billion (0.7 per cent of GNP) to $12.3 billion (2.9 per cent of GNP) in 1984. The increase in payments just kept pace with GNP over the first half of the 1970s. But after 1975 the growth in payments accelerated because of the growing size of outstanding liabilities, higher interest rates and the depreciation of the Canadian dollar, which has increased the cost of servicing foreign-currency denominated debts.**

* Part of the increase in interest payments in the 1970s and early 1980s can be considered to be an inflation premium, that is, some part of the nominal payments compensates for the loss in the real value of outstanding financial assets caused by inflation, and is therefore more in the nature of a capital repayment than a service payment. In principle, it is possible to adjust the balance of payments data by transferring an estimate of the inflation premium from the current account to the capital account. For Canada the effect would be a reduction in both net service payments and net capital inflows. For further information on this point refer to "A note on net interest payments to foreigners under inflationary conditions" by C.Freedman, published in the Canadian Journal of Economics, May 1979.

** For a discussion of the factors contributing to the increase in debt service payments from 1971 to 1981 see "Interest and miscellaneous income in the balance of payments" Bank of Canada Review, July 1982.

années 30*. Alors que ce ratio avait considérablement augmenté pendant la dépression par suite de la forte baisse du PNB, il a baissé sensiblement durant la Deuxième Guerre mondiale et quelques temps après; l'accroissement rapide du PNB et du solde excédentaire de la balance courante a non seulement permis au gouvernement canadien et aux sociétés de chemin de fer de rembourser les obligations placées à l'étranger mais il a aussi donné au gouvernement canadien la possibilité d'accorder au Royaume-Uni, en 1942 et 1946, des prêts destinés à financer l'effort de guerre et de reconstruction.

Depuis 1950, le rapport des engagements nets du Canada au PNB oscille entre 22 % et 43 %, le creux ayant été atteint en 1952. Les investissements étrangers au Canada se sont accrus rapidement par suite du développement des industries manufacturières et des industries d'exploitation des richesses naturelles qui s'est produit vers le milieu des années 50. En 1961, ce ratio a atteint 43 %, le sommet de l'après-guerre. La forte expansion qu'a connue le PNB après 1961 a entraîné une baisse constante du ratio des engagements nets qui, en 1974, n'était plus que de 28 %. Un sommet de 39 % a par contre été atteint en 1981.

Le rapport entre la dette extérieure nette productive d'intérêts et le PNB a augmenté rapidement durant les années 70; en 1984, il était de 29 %, c'est-à-dire qu'il avait légèrement baissé par rapport au sommet de 1982 (Tableau III). La progression de la dette productive d'intérêts a entraîné une augmentation des paiements nets au titre du service de la dette, dont on trouvera les chiffres dans la balance courante (Tableau VIII). Conformément aux conventions adoptées dans le domaine de la balance des paiements, le poste des «paiements nets d'intérêts» ne concerne que le service de la dette obligataire. Le service de la dette à court terme est compris dans «paiements nets de revenus divers»; ce poste regroupe également un certain nombre d'éléments moins importants comme les intérêts payés sur les prêts consortiaux et sur les prêts à long terme entre sociétés et les emprunts bancaires à long terme**. Il est donc nécessaire de fondre ces deux éléments en une mesure unique de l'ensemble des paiements nets au titre du service de la dette.

Depuis 1970, l'ensemble de ces paiements est passé de 0,6 milliard de dollars (0,7 % du PNB) à 12,3 milliards de dollars (2,9 % du PNB) en 1984. La progression de ces paiements a seulement suivi le rythme de croissance du PNB au cours de la première moitié des années 70. Mais après 1975, elle s'est accélérée par suite de l'accroissement continu de l'encours de la dette, de la hausse des taux d'intérêt et de la dépréciation du dollar canadien qui a eu pour effet d'alourdir le service des dettes en devises*.

* Les données de la période comprise entre 1900 et 1926 sont tirées de «Canadian Capital Movements and the Canadian Balance of International Payments, 1900-1934» de Frank A. Knox publié dans *Canadian-American Industry. A Study in International Investment*, H. Marshall, F.A. Southard et K.W. Taylor. On trouvera quelques-unes de ces données ainsi qu'une description de l'endettement du Canada envers l'étranger à partir de 1900 dans *Historical Statistics of Canada* publié chez M.C. Urquhart.

** Une part de l'accroissement des paiements d'intérêts effectués dans les années 70 et au début des années 80 peut être considérée comme une prime d'inflation, ce qui signifie qu'une certaine portion des paiements nominaux sert à compenser la diminution de la valeur réelle des avoirs financiers provoquée par l'inflation; cette portion des paiements constitue donc davantage une sorte de remboursement du capital qu'un paiement au titre du service de la dette. Il est possible en principe d'ajuster les données de la balance des paiements en portant de la balance courante à la balance des capitaux l'estimation de la prime d'inflation. Dans le cas du Canada, cet ajustement se traduirait par une diminution des paiements nets de services et des entrées nettes de capitaux. Pour plus de renseignements sur ce sujet, voir «A note on net interest payments to foreigners under inflationary conditions», C. Freedman, *Revue canadienne d'économique*, mai 1979, p. 291 à 299.

Savings and investment

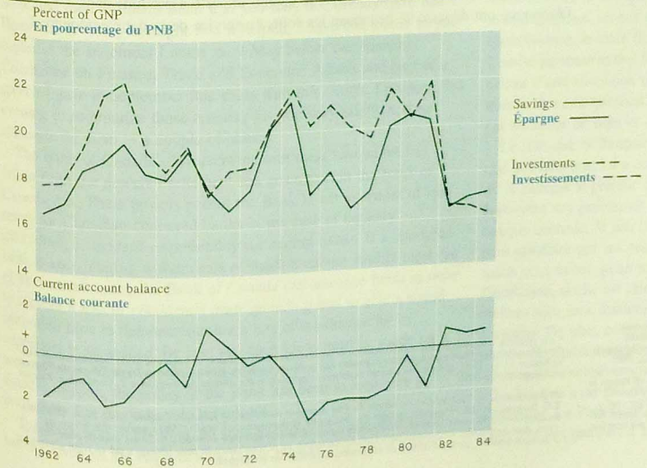
One way of assessing the long-run sustainability of the level of external debt is to view the current account as the difference between domestic savings (including government surpluses or subtracting government deficits) and domestic investment. Increases in foreign indebtedness accompanied by declines in domestic saving rates may not be sustainable if they represent an erosion of the level of domestic wealth per capita. If this should be the case, the level of domestic consumption must be reduced over time. If, on the other hand, foreign debt rises because the level of domestic investment is high, then the increased debt is likely to be easily sustainable so long as the return on investment is greater than the cost of servicing the debt.

L'épargne et l'investissement

L'une des façons d'établir si un pays peut supporter pendant longtemps un niveau donné d'endettement envers l'étranger consiste à considérer la balance courante

* On trouvera une analyse des facteurs qui ont contribué à l'augmentation des paiements au titre du service de la dette de 1971 à 1981 dans «L'évolution des postes des Intérêts et des Revenus divers de la balance des paiements», *Revue de la Banque du Canada*, juillet 1982.

Chart II
Graphique II **Épargne nationale, investissement et balance courante**



The patterns of Canada's foreign borrowing, domestic saving, and investment are shown in Chart II. Although both saving and investment show substantial fluctuations and cyclical variation, in general the large current account deficits have been associated with periods of above average investment in Canada, rather than with a high level of consumption spending.* Moreover, realized real rates of return on real investment through most of the post World War II period have been substantially above the real cost of borrowing.** In these circumstances, the increased returns to the economy derived from the imported capital have much exceeded the costs of servicing foreign debts.

comme la différence entre l'épargne intérieure (à laquelle il faut ajouter l'excédent des comptes du secteur public ou dont il faut retrancher le déficit) et les investissements intérieurs. Il est possible que les accroissements de la dette extérieure qui s'accompagnent de baisses des taux de l'épargne intérieure ne soient pas supportables s'ils entraînent une diminution de la richesse intérieure par habitant. En pareil cas, la consommation intérieure devrait être réduite à la longue. Si, par contre, la dette extérieure s'accroît parce que les investissements intérieurs augmentent, il y a de bonnes chances que l'accroissement ne crée pas de problèmes tant que le rendement des investissements sera plus élevé que le service de la dette.

L'évolution des emprunts étrangers, de l'épargne intérieure et des investissements au Canada est illustrée au Graphique II. Bien que l'épargne et l'investissement accusent des fluctuations marquées et des variations cycliques, on observe que les gros déficits enregistrés au titre de la balance courante coïncident en général avec les périodes où les investissements, et non les dépenses de consommation, sont supérieurs à la moyenne*. De plus, les taux de rendement réels des investissements réels durant presque toute la période qui a suivi la Deuxième Guerre mondiale ont été sensiblement plus élevés que le coût réel des emprunts**. Dans de telles circonstances, les bénéfices accrus que le capital importé a produits dans l'économie ont dépassé de beaucoup les coûts du service de la dette extérieure.

* For a more extensive analysis of the saving-investment approach refer to "The Economic Significance of Aspects of Canada's International Payments" by Kevin Clinton and David Longworth, Bank of Canada Technical Report 31, 1982 and "The Savings-Investment Approach to the Current Account" by John T.Cuddington, Bank of Canada Technical Report 32, 1982.

** For example, estimates in Table C-1 of the study "Ex Post Aggregate Real Rates of Return in Canada: 1947-76" by A. Tarafosky, T.G. Roseman and H.E. Waslander, published by the Economic Council of Canada (1981) show an average real rate of return of about 8 per cent (before tax) for the period 1955-76 on capital in the non-farm, non-financial business sector. Ex post real borrowing costs in the United States in that period were typically around 3 per cent but for some years in the 1970s were actually negative.

* On trouvera une analyse plus approfondie de la façon d'aborder la question de l'épargne et de l'investissement dans *The Economic Significance of Aspects of Canada's International Payments*, Kevin Clinton et David Longworth, Rapport technique n° 31, 1982, et dans *The Savings-Investment Approach to the Current Account*, John T. Cuddington, Rapport technique n° 32, 1982.

** Par exemple, le Tableau C-1 de l'étude *Ex Post Aggregate Real Rates of Return in Canada: 1947-76*, A. Tarafosky, T.G. Roseman et H.E. Waslander, publiée par le Conseil économique du Canada (1981), montre que le taux de rendement réel du capital dans les secteurs non financiers et non agricoles a été de 8 % (avant impôts) entre 1955 et 1976. Aux États-Unis, le coût réel des emprunts en termes *ex post* au cours de cette période a été en règle générale de 3 %, mais pendant quelques années de la dernière décennie, il a été négatif.

Statement by Gerald K. Bouey

Notes for an opening statement by Gerald K. Bouey, Governor of the Bank of Canada before the House of Commons Legislative Committee considering Bill C-79 4 November 1985

Mr. Chairman, I really do not have much to say about the involvement of the Bank of Canada with the Canadian Commercial Bank and the Northland Bank that you may not already have heard. However, in case you might find it helpful, I have distributed to you copies of the statement I made on 9 May before the Standing Committee on Finance, Trade and Economic Affairs and part of a speech I gave in September that deals with this matter. I propose this evening to summarize those remarks for you very briefly and to elaborate on them in a couple of places.

The Bank of Canada's involvement with these two banks has arisen from the powers Parliament has given to it in the Bank of Canada Act. These powers permit the Bank to act as lender of last resort for Canadian chartered banks in the case of liquidity difficulties, a standard responsibility for central banks. If a chartered bank is encountering withdrawals of funds it cannot readily meet out of its own resources, the Bank of Canada can advance funds in order to prevent a loss of confidence from spreading and to give a sound institution time to demonstrate that a loss of confidence by its depositors is unjustified. By law, any such loans must be made on a secured basis. Moreover, since the object is just to provide temporary liquidity support, the policy of the Bank has been to lend only to institutions that are judged to be solvent.

The Bank is not able to make such assessments itself. Parliament has not given us the responsibility or the powers that would enable

Déclaration faite par Gerald K. Bouey

Déclaration préliminaire faite par M. Gerald K. Bouey, Gouverneur de la Banque du Canada devant le Comité de la Chambre des communes sur le Bill C-79 le 4 novembre 1985

Monsieur le Président, je n'ai vraiment pas beaucoup de choses à dire, au sujet du rôle que la Banque du Canada a joué dans l'affaire de la Banque Commerciale du Canada et de la Banque Northland, que vous n'ayez déjà entendues. J'ai quand même distribué, au cas où les membres du Comité voudraient en prendre connaissance, le texte de la déclaration que j'ai faite le 9 mars dernier devant le Comité permanent des finances, du commerce et des questions économiques et un extrait d'une allocution que j'ai prononcée au début de septembre, dans laquelle je traitais de cette question. J'aimerais ce soir résumer à votre intention les propos que j'ai tenus sur ce sujet et développer quelques points.

Le rôle que la Banque du Canada a joué dans cette affaire découle des pouvoirs que le Parlement lui a confiés dans la Loi sur la Banque du Canada. Cette loi fait de la Banque le prêteur de dernier ressort des banques à charte canadiennes qui éprouvent des problèmes de liquidité, ce qui est une attribution normale pour une banque centrale. Si une banque à charte fait face à des retraits de fonds qu'elle ne peut satisfaire par ses propres liquidités, la Banque du Canada peut lui avancer des fonds pour éviter qu'un manque de confiance ne se propage et pour donner à l'institution, si elle est saine, le temps de démontrer à ses déposants que leurs craintes sont sans fondement. La loi exige que toutes les avances de ce type soient garanties. De plus, comme ces prêts ont pour seul objectif d'aider pour une période limitée des établissements en difficulté, la Banque du Canada a pour politique de les accorder exclusivement aux institutions considérées comme solvables.

La Banque n'est pas en mesure d'évaluer elle-même la solvabilité de ces institutions. Le Parlement ne lui a confié ni la responsabilité de surveiller la santé financière des banques à charte ou de superviser leurs activités ni les pouvoirs

us to monitor the financial soundness of chartered banks or supervise their behaviour. In some countries the central bank does have responsibility for supervision. In this country the system of bank supervision, based on an information network of external bank auditors, internal bank inspection and bank management, was designed by Parliament to operate separately from the Bank of Canada. The contact of the Bank of Canada with this system is of course with the Inspector General of Banks, and we rely on him for judgements about the solvency of banks that come to us for liquidity help.

The Bank of Canada was thoroughly involved in the discussions last March that led to the establishment of a support package for the Canadian Commercial Bank, but we were not in a position to provide information to that part of the discussions bearing on the condition of the bank and therefore how large the support package needed to be. The judgement about the size of the support package required to make the bank solvent and viable was based on the information available at the time the decision had to be made, a judgement that I regarded as reasonable in the circumstances. The Bank of Canada therefore wholeheartedly supported the effort to save the bank. Since the bank was judged to be solvent and viable, the Bank of Canada was prepared to provide whatever liquidity support was required. We continued to make advances right up to the time – 1 September – that we received notification from the Inspector General of Banks that in his opinion the Canadian Commercial Bank could no longer be considered viable.

In the period from March through to September, as our advances to the CCB were rising, the Bank of Canada carefully monitored the situation through frequent contacts both with the Inspector General of Banks and his staff and directly with the management of the CCB. Officers of the Bank of Canada were in Edmonton frequently through this period. Initially their role was to ensure that the legal agreement needed to take security for our advances was properly documented and registered and that it did indeed provide the necessary collateral. Arrangements were also set up to keep the Bank of Canada up to date on the CCB's current funding needs, on the maturity structure of its deposits and on the bank's plans and efforts to deal with its problems.

The Bank of Canada was kept fully informed of the results of

nécessaires à cette fin. Dans certains pays, la surveillance des banques fait partie des attributions de la banque centrale. Au Canada, cette surveillance s'effectue au moyen d'un réseau d'information regroupant les vérificateurs externes des banques, les systèmes internes d'inspection de ces dernières et la direction de chacune d'elles. Ce réseau a été conçu par le Parlement pour fonctionner séparément de la Banque du Canada. L'intermédiaire entre ce réseau d'information et la Banque du Canada est bien entendu l'Inspecteur général des banques, et nous nous fions aux jugements qu'il formule sur la solvabilité des institutions qui sollicitent nos concours de trésorerie.

La Banque du Canada a participé de très près aux discussions qui ont conduit en mars dernier à la mise sur pied du programme d'aide à la Banque Commerciale du Canada. Toutefois, nous ne disposions pas à ce moment-là des données qui nous auraient permis d'apporter une contribution aux discussions portant sur la situation financière de l'entreprise, et par conséquent sur l'importance des concours nécessaires. L'évaluation de l'ampleur des concours nécessaires pour rendre cette banque solvable et viable reposait sur les renseignements disponibles au moment où la décision a été prise, et, dans de telles circonstances, elle m'avait paru raisonnable. La Banque du Canada a donc appuyé sans réserve l'initiative de sauvetage. La Banque Commerciale étant considérée comme solvable et viable, la Banque du Canada était disposée à lui fournir tous les concours de trésorerie dont elle aurait besoin. Elle a continué d'accorder des avances à la Banque Commerciale jusqu'à ce que, le 1 septembre, elle reçoive de l'Inspecteur général des banques un avis l'informant que cette institution ne pouvait plus être considérée comme une entreprise viable.

De mars jusqu'à septembre, pendant que le volume de nos avances à la Banque Commerciale augmentait, la Banque du Canada a suivi la situation de très près en consultant régulièrement sur ce sujet l'Inspecteur général des banques et son personnel et en communiquant directement avec la direction de la Banque Commerciale. Durant cette période, des cadres de la Banque du Canada se sont rendus fréquemment à Edmonton. Au début, leur mission consistait à voir à ce que les actes juridiques en vertu desquels nos avances seraient garanties soient accompagnés de tous les documents nécessaires, qu'ils soient enregistrés selon les règles et qu'ils nous accordent de fait les sûretés requises. En outre, les dispositions nécessaires avaient été prises pour que la Banque du Canada soit tenue au courant de l'évolution des besoins de financement de la Banque Commerciale, des échéances des dépôts de cette dernière ainsi que des plans élaborés et des efforts déployés par elle pour essayer de régler ses problèmes.

La Banque du Canada a été bien informée des résultats des efforts déployés par l'Inspecteur général pour compléter, par des évaluations des divers compartiments

efforts by the Inspector General to supplement the information on the state of the bank obtained from the CCB's management and its external auditors with assessments of various parts of the loan portfolio by practising bankers temporarily seconded from other banks. We were encouraged by the fact that the Inspector General of Banks took action in the early summer to employ some retired bankers to have a more extensive look at the CCB's whole loan portfolio. By June our advances to the CCB had almost reached $1 billion, and it had become quite evident that confidence among depositors in the bank was not likely to return very soon.

Although a great many depositors left the CCB, in the end it did not fail because of lack of funding. While it was still judged viable, the Bank of Canada provided all the liquidity that the bank required. It failed because of problems with its loan portfolio.

After the support package was arranged for the CCB the Northland Bank also came under pressure and the Bank of Canada made substantial, secured advances to it on the understanding that it was solvent and viable, and we continued to do so until we received a similar notification of non-viability on 1 September.

That is all I have to say by way of introduction, Mr. Chairman, except to emphasize that the Bank of Canada did all it could to save the two banks. I shall be glad to answer your questions.

du portefeuille de prêts de la Banque Commerciale, les renseignements que la direction de cette banque et les vérificateurs externes lui communiquaient sur la situation de cette dernière. Ces évaluations avaient été faites par des banquiers qui avaient été détachés temporairement des institutions où ils travaillaient. Nous nous sommes félicités de la décision prise par l'Inspecteur général des banques au début de l'été d'engager quelques banquiers à la retraite pour procéder à un examen approfondi de l'ensemble du portefeuille de prêts de la Banque Commerciale. En juin, l'encours des avances que nous avions consenties à cette institution s'élevait à près d'un milliard de dollars, et il était alors évident que la confiance des déposants dans cette banque ne se rétablirait probablement pas de sitôt.

Même si beaucoup de déposants ont retiré leurs fonds de la Banque Commerciale, la faillite de cette institution n'est pas en fin de compte attribuable à un manque de fonds. Tant que la Banque Commerciale était considérée comme viable, elle a reçu de la Banque du Canada tous les concours de trésorerie dont elle avait besoin. Si elle a fait faillite, c'est en raison du mauvais état de son portefeuille de prêts.

Après la mise sur pied du programme d'aide à la Banque Commerciale du Canada, la Banque Northland a eu à son tour des problèmes de liquidité. La Banque du Canada lui a donc consenti un volume considérable d'avances garanties, étant entendu que cette banque était solvable et viable. Nous avons continué à lui accorder des avances jusqu'à ce que nous soyons informés, le 1 septembre dernier, qu'elle n'était pas viable.

Je terminerai cette introduction, M. le Président, en soulignant que la Banque du Canada a fait tout son possible pour tirer ces deux banques de leurs difficultés. Je me ferai maintenant un plaisir de répondre à vos questions.

Record of press releases

Communiqués reproduits à titre documentaire

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

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

Department of Finance
30 October 1985

Canada to raise funds in the Eurobond market

The Honourable Michael Wilson, Minister of Finance, announced today that the Government of Canada has made arrangements to raise funds in the Eurobond market.

The public financing, in the amount of U.S.$500 million, is being offered to investors today. It consists of a single maturity with a term of 10 years. The notes bear annual interest coupons of 10.00 per cent and have been priced at 99.75 per cent. The notes are non-callable until maturity on November 21, 1995.

The offering is being placed through an international syndicate of banks and investment dealers headed by Deutsche Bank Capital Markets Limited, Credit Suisse First Boston Limited, Orion Royal Bank Limited and Wood Gundy Limited.

In making this announcement, Mr. Wilson said that part of the proceeds from the new financing will be used to replace funds applied towards the redemption of a U.S. $250 million bond issue which matured October 1, 1985. This financing was originally arranged by the Government of Canada in 1978. The balance of the proceeds from the new financing will be added to Canada's official holdings of international reserves.

Ministère des Finances
le 30 octobre 1985

Le Canada empruntera sur le marché des euro-obligations

Le ministre des Finances, l'honorable Michael Wilson, a annoncé aujourd'hui que le gouvernement du Canada a fait des démarches pour emprunter des fonds sur le marché des euro-obligations.

Le financement public, au montant de É.-U. $500 millions, est offert aux investisseurs aujourd'hui. Il consiste en une échéance simple à 10 ans. Les billets comportent des coupons annuels d'intérêt à 10.00 pour cent et sont vendus au prix de 99.75 pour cent. Ces billets sont non remboursables par anticipation jusqu'à leur échéance le 21 novembre 1995.

L'offre est placée par l'entremise d'un consortium international de banques et de courtiers en valeurs mobilières sous la direction de la Deutsche Bank Capital Markets Limitée, Crédit Suisse First Boston Limitée, Orion Royal Bank Limitée et Wood Gundy Limitée.

En faisant cette annonce, M. Wilson a précisé qu'une partie du produit de cette offre nouvelle servira à remplacer les fonds utilisés au rachat d'une émission de É.-U. $250 millions d'obligations venue à échéance le 1er octobre 1985. Cette émission avait été arrangée par le gouvernement du Canada en 1978. Le solde du produit de la nouvelle émission sera ajouté aux réserves officielles de liquidités internationales du Canada.

Charts

Graphiques

S2 Monetary aggregates and fiscal policy
S3 Chartered banks
S4 Interest rates
S6 Government of Canada direct and guaranteed securities outstanding
S7 Financing of governments and business
S8 National accounts
S9 Selected economic indicators
S10 Labour market
S12 Prices
S13 Incomes and costs
S14 External trade
S15 Canadian balance of international payments

S2 Agrégats monétaires et politique financière
S3 Banques à charte
S4 Taux d'intérêt
S6 Encours des titres émis ou garantis par le gouvernement canadien
S7 Financement des gouvernements et des entreprises
S8 Comptes nationaux
S9 Quelques indicateurs économiques
S10 Marché du travail
S12 Prix
S13 Revenus et coûts
S14 Commerce extérieur
S15 Balance canadienne des paiements

Symbols used in the charts
A arithmetic scale
L logarithmic scale

Abréviations utilisées dans les graphiques
A échelle arithmétique
L ordonnées logarithmiques

Bank of Canada Review

Revue de la Banque du Canada

December 1985

3 Observations on the international financial situation, speech by John W. Crow, Senior Deputy Governor of the Bank of Canada
11 Record of press releases
13 Staff studies

Charts and statistics
S1 INDEX TO CHARTS
S16 INDEX TO STATISTICAL TABLES
S20 Major financial and economic indicators
S26 Bank of Canada
S30 Chartered banks
S60 Other financial institutions
S78 Financial aggregates
S82 Financial markets
S95 Government of Canada securities markets
S113 General economic statistics
S129 Foreign exchange market and reserves
S133 Balance of payments and external trade
S153 Notes to the tables
S162 Articles and speeches: December 1984 to November 1985
S166 SUBJECT INDEX
S171 Index of articles, speeches, press releases and summaries of staff studies. January 1985 to December 1985

This Review is published monthly under the direction of an Editorial Board and responsibility for the editorial content rests with this Board.

Members of the Editorial Board:
Gordon Thiessen, Chairman
Gene Fleet, Editor
William Alexander
Jacques Bussières
Charles Freedman
Paul Jenkins
Tim Noël
Vaughn O'Regan
Donald Stephenson
William White

Décembre 1985

3 Commentaires sur la situation financière internationale, allocution prononcée par John W. Crow, Premier Sous-gouverneur de la Banque du Canada
11 Communiqués reproduits à titre documentaire
13 Travaux de recherche

Graphiques et tableaux statistiques
S1 LISTE DES GRAPHIQUES
S16 LISTE DES TABLEAUX STATISTIQUES
S20 Principaux indicateurs financiers et économiques
S26 Banque du Canada
S30 Banques à charte
S60 Autres institutions financières
S78 Agrégats financiers
S82 Marchés financiers
S95 Marchés des titres du gouvernement du Canada
S113 Statistiques économiques diverses
S129 Marché des changes et réserves de change
S133 Balance des paiements et commerce extérieur
S153 Notes relatives aux tableaux
S162 Articles et discours : De décembre 1984 à novembre 1985
S166 INDEX DES SUJETS
S171 Index des articles, allocutions, communiqués et résumés de travaux de recherche publiés. De janvier 1985 à décembre 1985

Cette Revue est publiée mensuellement sous la direction d'un Comité de rédaction, auquel incombe la responsabilité des pages de rédaction.

Membres du Comité de rédaction :
Gordon Thiessen, Président
Gene Fleet, directrice de la rédaction
William Alexander
Jacques Bussières
Charles Freedman
Paul Jenkins
Tim Noël
Vaughn O'Regan
Donald Stephenson
William White

Cover:
Halifax Steam Boat Company Ferry Token

During the 19th century, transportation companies offering passenger and freight service often issued tokens to facilitate payment and discourage theft. The selection featured on this month's cover is a token issued by the Halifax Steam Boat Company, a firm that operated a ferry service between Halifax and Dartmouth, Nova Scotia from 1817 to 1890.

Little is known about this ferry token. Its existence was not recorded until 1878 when a puzzled collector appealed to a numismatic journal for information. Company records make no mention of provisions for its production and use, so even the date of issue and exact use are open to speculation. Rolls of tokens have been found in original wrappers dated as early as 1846, but the only discovery of a significant quantity was in the late 1880s when a large hoard was uncovered during the demolition of one of the company's offices. It would appear then that the tokens were produced early in the company's history, but were not widely distributed. Two possibilities have been proposed to explain the apparently restricted use of these tokens. First, it has been suggested that the company's directors were not pleased with the design of the ship that appears on the token as it bore no resemblance to the ferries actually used by the company. Another possibility is that because of changes in the laws governing the distribution of private tokens, the firm was unable to distribute them in quantity.

The token, which bears no denomination, is made of copper and is about the size of a Canadian one-cent piece. It forms part of the National Currency Collection, Bank of Canada. Photography by James Zagon, Ottawa.

Couverture :
Jeton de la *Halifax Steam Boat Company*

Au XIX[e] siècle, les entreprises de transport de voyageurs et de marchandises émettaient souvent des jetons pour faciliter les paiements et décourager les fraudes. Le jeton choisi pour illustrer la couverture de ce mois a été émis par la *Halifax Steam Boat Company*, entreprise qui a assuré de 1817 à 1890 le transport par traversier entre les villes de Halifax et de Dartmouth en Nouvelle-Écosse.

On sait peu de choses de ce jeton. Son existence a été signalée pour la première fois en 1878 par un collectionneur qui s'adressait à une revue spécialisée pour en savoir davantage. Même les registres de la société ne font nullement état des dispositions relatives à sa production et à son utilisation, de sorte que l'on ne peut que formuler des hypothèses sur la date à laquelle il a été émis et sur l'utilisation exacte qui en a été faite. À un moment donné, on avait trouvé un certain nombre de rouleaux de jetons dans leur emballage original, qui portait la date de 1846, mais ce n'est que vers la fin des années 1880, au moment de la démolition de l'un des bureaux de la société, que l'on en a trouvé un gros stock. Il semble donc que les jetons aient été fabriqués dans les premiers temps de la société et qu'une petite quantité seulement ait été mise en circulation. À ce sujet, deux hypothèses ont été avancées. Selon la première, les dirigeants de l'entreprise n'auraient pas été satisfaits du dessin de traversier ornant le jeton car il ne présentait aucune ressemblance avec les bacs de l'entreprise. D'après la seconde, seul un petit nombre de jetons avait pu être mis en circulation en raison des modifications apportées aux lois régissant l'émission de jetons par les particuliers et les entreprises privées.

Ce jeton, sur lequel ne figure aucune indication de valeur, est fait en cuivre et a à peu près les mêmes dimensions qu'une pièce canadienne d'un cent. Il fait partie de la Collection nationale de monnaies, Banque du Canada. Photographie : James Zagon, Ottawa.

Subscriptions

Canada and the United States: $10.00 per annum; $25.00 for three years.
All other countries: $12.00 per annum; $30.00 for three years.
Public Libraries, Libraries of the Government of Canada and of Canadian provincial and municipal governments (including Crown corporations and agencies), Libraries of Canadian and foreign educational institutions: one half of the regular rate.
Subscription rates include the cost of postage.
Reprints of articles are available at a price of $1.00 for 10 copies of any one article. Individual copies of the Review may be obtained at all Bank of Canada Agencies at a price of $1.00 per copy. Remittances should be made payable to the Bank of Canada, collectable in Canadian currency.
Correspondence should be addressed to Bank of Canada Review
Public Information Division
Secretary's Department
Bank of Canada
245 Sparks Street
Ottawa, Canada
K1A 0G9

The content of the Review may be reproduced or referred to provided that the Bank of Canada Review, with its date, is specifically quoted as the source.
CN ISSN 0045-1460

Abonnements

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

Reproduction autorisée à condition que la source – Revue de la Banque du Canada, mois et année – soit formellement indiquée.
CN ISSN 0045-1460

Observations on the international financial situation

Notes for remarks by John W. Crow
Senior Deputy Governor of the Bank of Canada
to The Association of Fellows of The Canadian Securities Institute
Toronto
21 November 1985

One observation can be made with complete assurance about the current state of international finances – there is no lack of issues and events to discuss. Even those who specialize in this range of affairs find it a challenge to keep up with the rapid pace of developments and provide a confident interpretation of the precise direction in which they are heading. Perhaps when we look back the year 1985 will prove to have been something of a watershed. It certainly is turning out to be eventful.

Attention from policymakers has increased considerably. This heightened focus has been particularly evident recently in discussions regarding the international debt problem and in the actions of the five largest industrial (G-5) countries towards lowering the international value of the U.S. dollar. The focus is a reaction to the size of the challenges – the economic and financial imbalances – that have stubbornly persisted on the international financial scene.

The outcome of this spate of policy activity within the international community will not be the discovery of any simple solutions to what are complex international financial problems. This is true whether focus is on the area of international debt or on economic adjustment and exchange rates among major industrial countries. However, the crucial fact remains that the range of issues and the linkages among them are well recognized and that international negotiation and cooperation for practical courses of action is leaving its mark on 1985. This is what I am going to talk about tonight.

Let me begin with international debt. In this case the joint endeavour involves banks and international financial institutions as well as governments.

Commentaires sur la situation financière internationale

Allocution prononcée par John W. Crow
Premier Sous-gouverneur de la Banque du Canada
devant l'Association des Fellows
de l'Institut canadien des valeurs mobilières
Toronto
le 21 novembre 1985

S'il y a une observation que l'on peut faire sur l'état actuel des finances internationales sans le moindre risque de se tromper, c'est que les sujets de discussion et les événements à commenter dans ce domaine ne manquent pas. Même ceux qui se spécialisent dans ces questions ont des difficultés à suivre le rythme rapide auquel les changements se produisent et à interpréter avec assurance l'orientation de ces changements. Lorsque nous regarderons l'année 1985 avec un certain recul, elle apparaîtra peut-être comme une sorte de tournant. Mais une chose est certaine, elle s'avère d'ores et déjà une année fertile en événements.

L'attention que les responsables des politiques accordent à ces questions s'est accrue considérablement. On a pu s'en rendre compte de façon frappante ces derniers temps par les discussions auxquelles le problème de l'endettement international a donné lieu et par les mesures que les cinq plus grands pays industriels (le Groupe des cinq) ont prises en vue de réduire le cours du dollar É.-U. sur les marchés des changes internationaux. Cette attention accrue est une réaction à l'ampleur des défis – en l'occurrence les déséquilibres économiques et financiers – qui marquent la scène financière internationale avec une persistance opiniâtre.

L'activité intense au niveau des politiques à laquelle tout cela a donné lieu au sein de la communauté internationale ne permettra pas de trouver des solutions simples à des problèmes financiers internationaux aussi complexes, que ce soit dans le domaine de la dette internationale, des ajustements économiques ou des taux de change des grands pays industriels. Cependant, une réalité cruciale demeure : l'éventail des problèmes et les liens qui existent entre eux sont maintenant bien connus; en outre, la recherche de solutions pratiques à ces problèmes par la coopération et la négociation internationales est en train d'imprimer sa marque à l'année 1985. C'est précisément ce dont je vais vous parler ce soir.

Je commencerai si vous le permettez par la dette internationale. La recherche de solutions à ce problème a été une entreprise conjointe des banques, des institutions financières internationales et des gouvernements.

The sustained international effort that has been required since mid-1982 to cope with debt problems has been characterized as a "case-by-case" approach. This emphasis on individual cases is correct. No debtor country's situation is quite the same as any other's, with regard to either its debt burden or its scope for improving its economic performance. This is not to say that the effort has had no framework. Let me remind you what that framework has been. Among its main features are: efforts by debtor countries to contain spending more closely to the domestic and external resources available and to improve domestic economic performance; financing and policy support through the International Monetary Fund; commercial bank lending and debt rescheduling; official development financing; and finally, sustained economic recovery in the industrial world.

This broad program formed the basis for projections indicating that country debt problems would ease over time from the crisis positions reached in 1982.

Three of the elements I have mentioned focused principally on the possible sources of further debt financing, whether through the International Monetary Fund, commercial banks, or official development channels like the World Bank and regional development banks. However, it is the other two – the degree of economic recovery (or trade expansion) in the industrial world and domestic economic adjustment efforts by borrowers – that have determined how much more debt needed to be taken up.

I believe it is fair to say that compared with earlier expectations the rate of economic expansion for the main industrial countries taken as a group has been quite good. Growth, and therefore the expansion of markets for developing countries' exports, has over the period 1982-85 been skewed towards the United States but, nevertheless, it has in the aggregate met or exceeded earlier projections. The record on adjustment by debt-problem countries in order to improve domestic economic performance cannot be gauged so readily in relation to a consensus of earlier expectations. However, although the inflation record for many of them has been slow to improve, and in some cases has become distinctly worse, imports in these countries have been greatly lowered while economic growth has resumed.

But despite the relatively favourable record on growth of export markets and the compression of imports, the burden of external debt across the problem countries remains virtually as high in relation to export earnings as it was in 1982. This needs some explanation.

En déployant l'effort international soutenu qu'ont exigé les problèmes d'endettement depuis l'été de 1982, les parties en cause ont adopté l'approche du «cas par cas». Il est juste d'accorder une attention particulière à chaque cas. En effet, aucun pays débiteur n'est dans une situation identique à celle que connaît un autre pays pour ce qui est du fardeau de la dette ou des chances d'amélioration de la situation économique. Cela ne veut pas dire que l'effort n'ait pas été déployé dans un cadre donné. Il y en avait un, dont je vous rappellerai les grandes lignes : les pays débiteurs se sont efforcés de contenir davantage leurs dépenses dans les limites des ressources internes et externes disponibles et d'améliorer la tenue de leur économie; ils ont obtenu au niveau du financement et des politiques le soutien du Fonds monétaire international; ils ont reçu des prêts des banques commerciales et ont pu rééchelonner leurs dettes; ils ont obtenu du financement des organismes officiels de développement et ils ont enfin bénéficié de la reprise économique soutenue des pays industrialisés.

C'est à partir de ce vaste programme que l'on a anticipé que les problèmes de la dette allaient s'atténuer à la longue par rapport aux situations de crise vécues en 1982.

Trois des éléments que je viens de mentionner concernent principalement les sources possibles de financement additionnel telles que le Fonds monétaire international, les banques commerciales ou les organismes officiels de développement comme la Banque mondiale et les banques régionales de développement. Ce sont toutefois les deux autres éléments – l'ampleur de la reprise économique dans les pays industrialisés (ou l'expansion des échanges commerciaux) et les efforts déployés par les pays emprunteurs pour effectuer les ajustements économiques internes – qui ont déterminé le montant des concours financiers additionnels dont ces pays avaient besoin.

À mon avis, il est juste de dire que, comparativement à ce qu'on avait espéré, le rythme de croissance économique dans l'ensemble des grands pays industriels a été assez bon. Certes, la croissance et l'expansion des marchés d'exportation des pays en développement sur la période 1982-1985 ont surtout été le fait des États-Unis, mais dans l'ensemble les prévisions les concernant se sont réalisées ou ont été dépassées. Quant aux ajustements que les pays les plus lourdement endettés ont faits pour améliorer la tenue de leur économie, il n'est pas facile de les évaluer à la lumière des résultats que l'on s'accordait à anticiper. Toutefois, même si les progrès que ces pays réalisent sur le front de l'inflation sont lents et que dans certains cas la situation a nettement empiré, les importations de ces pays ont diminué considérablement tandis que repartait la croissance économique.

Mais en dépit de l'évolution relativement favorable des marchés d'exportation et de la réduction des importations, le fardeau de la dette extérieure de tous les pays-

In the first place, debtor countries' exports generally have not done as well as might have been expected, considering the growth of international markets. It is true that the recent rise in export volumes has been above historical trends, averaging about 7 per cent a year for capital-importing developing countries over the past three years. However, this has been partly offset by weakness in the prices of basic commodities, which continue to make up most of developing countries' export trade.

Even so, progress in reducing deficits in the current account of the balance of payments has generally been better than expected. For example, capital-importing developing countries as a group should see a reduction in their current account deficit in 1985 to less than two fifths of the peak deficit of US$112 billion registered in 1981. However, as I just observed, the gain has come through a greater compression in imports rather than through particularly rapid growth in export receipts.

There is another factor that has added to borrowing requirements above and beyond the demand for additional funds to finance current account deficits. This further pressure has arisen from the need to finance the persistent gaps in some countries' balance of payments that result from unrecorded outflows. It is to be presumed that these outflows largely reflect exports of private savings from these countries, and of course additional external debt must be taken on to cover them.

Once the initial crisis had been averted, one view that gained some currency was that in three or four years the external financing needs of debt-problem countries would again begin to be provided spontaneously by private capital flows. In particular, for countries that had begun to make significant progress in economic adjustment it was thought that multi-year reschedulings of debt, spreading out the repayment burden, would promote an early return to market borrowing. However, it is now generally conceded that spontaneous market financing of any significance is going to come later than the more optimistic observers thought.

With the recognition that the problems faced by debtor countries will ease only very gradually, attention in the official financing area

problèmes demeure presque aussi lourd qu'il était en 1982 par rapport aux recettes d'exportation. Ce point mérite quelques éclaircissements.

Tout d'abord, les exportations des pays débiteurs n'ont en général pas été aussi élevées qu'on l'aurait prévu, compte tenu de la croissance des marchés internationaux. Il est vrai que le taux d'augmentation des exportations en volume a dépassé ces dernières années les taux enregistrés dans le passé, atteignant, pour les trois dernières années, une moyenne de 7 % dans les pays en développement importateurs de capitaux. L'augmentation du volume des exportations a toutefois été compensée en partie par la faiblesse des prix des produits de base, qui constituent encore l'essentiel des exportations de la plupart des pays en développement.

Dans l'ensemble cependant, les progrès accomplis dans la réduction des déficits de la balance des paiements courants ont été supérieurs aux prévisions. Par exemple, pour l'ensemble du groupe des pays en développement importateurs de capitaux, le déficit de la balance courante en 1985 devrait représenter moins des deux cinquièmes du sommet de 112 milliards de dollars américains enregistré en 1981. Mais, comme je viens de le dire, ces progrès sont surtout attribuables à une plus grande réduction des importations plutôt qu'à une croissance particulièrement rapide des recettes d'exportation.

Il y a un autre facteur qui s'ajoute aux besoins de financement mentionnés et qui va au-delà de la demande de capitaux additionnels nécessaires pour financer les déficits de la balance courante. Ce facteur est lié à la nécessité de financer les écarts continuels qui existent dans la balance des paiements de certains pays et qui sont imputables aux sorties de capitaux non comptabilisées. Il est à présumer que ces sorties de capitaux traduisent en grande partie des exportations d'épargne du secteur privé, et elles doivent naturellement être financées par une augmentation de la dette extérieure.

Une fois la crise initiale terminée, on a vu se répandre l'idée que le financement extérieur nécessaire aux pays en proie aux problèmes d'endettement serait de nouveau spontanément assuré dans les trois ou quatre prochaines années par les flux de capitaux privés. Dans le cas des pays où le processus d'ajustement économique avait donné des résultats significatifs, on croyait qu'à la faveur des rééchelonnements pluriannuels de la dette, qui visaient à étaler le fardeau des remboursements, ces pays pourraient assez vite recommencer à emprunter sur les marchés. En général, on admet maintenant qu'il faudra attendre un peu plus longtemps que les observateurs optimistes avaient pensé pour voir les marchés fournir spontanément à ces pays un financement significatif.

Lorsqu'on s'est rendu compte que les difficultés auxquelles faisaient face les pays débiteurs ne s'atténueraient que très graduellement, les points de vue relatifs au rôle

has shifted correspondingly. It is the clear view of the major member nations of the International Monetary Fund that the Fund should maintain its traditional role. That is, the Fund should continue to focus its efforts on policies for short- to medium-term balance of payments adjustment and should therefore remain a supplier of short- to medium-term balance of payments financing. So, for longer-term financing from official sources attention has been increasingly focused on the possibilities offered by the World Bank and similar development agencies. There are three overlapping aspects: how to increase the sheer volume of net lending; how to ensure an adequate capital base in these agencies for stepped-up lending; and how to change the character of that lending. In this latter regard, the object is to have the rate of lending conditioned more by the pace of borrowers' adjustment efforts instead of being geared solely to the timing of individual development projects.

You are no doubt aware of the initiatives taken by the United States at the Annual Meetings of the International Monetary Fund and the World Bank in Seoul, one of which was to have the international banking community provide some $20 billion of new lending, or an increase of 2 1/2 - 3 per cent a year, for the next three years. This proposal, and how the international banking community can organize to do its part, is the subject of active discussion.

Some reports on the various proposals have suggested that there has been a shift to a policy favouring growth for debt-problem countries - with the implication that earlier initiatives were less than favourable. This is hardly an accurate rendering of thinking in this area. Any new emphasis is that besides exercising financial discipline so as to curb inflation and match spending to the domestic and external resources available, countries in their broad longer-term interests need to focus just as much on the efficiency of their economic development efforts. There is an increasing consensus that more needs to be done to get a better dividend from the development effort, for example through pricing policies designed to reflect relative scarcities and encourage efficient economic operations in the public and the private sectors. A stronger capacity to manage external debt is just one of the potential payoffs.

The cooperative effort world-wide to cope with and improve the international debt situation has been remarkable, and the initiatives that have been put forward recently are an extension of that basic

des organismes officiels de financement ont changé. Il est clair pour les grands pays membres du Fonds monétaire international que cet organisme doit conserver son rôle traditionnel. En d'autres termes, le FMI doit continuer de concentrer ses efforts sur les politiques d'ajustement des balances des paiements à court terme ou à moyen terme et doit par conséquent continuer à financer les déficits à court ou à moyen terme des balances des paiements. Ainsi, pour ce qui est du financement à long terme provenant de sources officielles, on s'intéresse de plus en plus depuis quelque temps aux possibilités qu'offrent la Banque mondiale et d'autres organismes de développement du même genre. Trois problèmes qui se chevauchent doivent être pris en considération : Comment accroître le volume du financement net? Comment mettre à la disposition de ces organismes des capitaux suffisants pour qu'ils puissent accorder davantage de financement? Enfin, comment modifier la nature de ce financement? À cet égard, l'objectif est d'assujettir davantage le rythme de financement aux efforts d'ajustement que déploient les emprunteurs plutôt que de s'en tenir uniquement au calendrier des divers projets de développement.

Vous connaissez sûrement les propositions que les États-Unis ont présentées à Séoul aux assemblées annuelles du Fonds monétaire international et de la Banque mondiale. L'une d'elles consistait à amener la communauté bancaire internationale à fournir 20 milliards de dollars de nouveaux prêts dans les trois prochaines années, ce qui correspondait à une augmentation de 2 1/2 % à 3 % par année. Cette proposition, ainsi que les modalités de la participation de la communauté bancaire internationale, fait maintenant l'objet de sérieuses discussions.

Certains comptes rendus donnent à penser que l'on préconise maintenant pour les pays lourdement endettés des politiques de nature à favoriser la croissance, ce qui implique que les initiatives antérieures étaient peu favorables à la croissance. On peut difficilement dire que ces versions des faits reflètent l'évolution de la pensée dans ce domaine. L'élément nouveau, c'est qu'on demande non seulement aux pays de s'astreindre à une discipline financière rigoureuse afin de ralentir l'inflation et de contenir leurs dépenses dans les limites des ressources internes et externes disponibles mais aussi d'accorder autant d'importance à l'efficacité de leurs efforts de développement économique, ce qui servira leurs intérêts à long terme. De plus en plus de gens s'entendent pour dire qu'il faut faire davantage pour tirer un meilleur parti de l'effort de développement, qu'il faut par exemple adopter des politiques de fixation des prix destinées à refléter la rareté relative des ressources et à promouvoir l'efficacité des opérations économiques dans les secteurs public et privé. À cet égard, une meilleure aptitude à gérer la question de la dette extérieure n'est que l'un des multiples bienfaits possibles.

Les efforts de coopération entrepris à l'échelle mondiale pour faire face au problème de l'endettement international et améliorer la situation ont été

effort. The course pursued is sound because it is based on the fundamentals - improvements in economic performance and continuity in financing. But it needs all the assistance it can get.

This brings me to my second theme, economic policies and exchange rate policies among major industrial countries.

Let me begin by noting that to achieve lower interest rates in a way that ensures that they can stay down, the world has to look principally to the fiscal policies of industrial countries, above all the United States. While the industrial countries have made a great deal of progress in securing a convergence towards low inflation and sustainable economic expansion, they recognize that more must be done to improve the balance of domestic policies. They recognize that this will enhance not only individual countries' performances but also the health of the international economy. To quote from the announcement made by the Finance Ministers and Central Bank Governors of the G-5 countries after their meeting in New York in late September, "In countries where the budget deficit is too high, further measures to reduce the deficit substantially are urgently required".

That G-5 meeting also marked a shift in emphasis regarding exchange rate management among these five countries in the interests of bringing about a lower and more sustainable international value for the U.S. dollar against the other currencies. The U.S. dollar had climbed in value against a weighted average of the currencies of its main trading partners by about 50-60 per cent from late 1980 to its peak registered in the spring of this year. This rise had abetted a growing protectionist threat to the open world trading system that has been painstakingly built up over the past forty years. From the spring until late September the weighted average value of the U.S. dollar dropped by close to 10 per cent, and since the G-5 meeting it has dropped by a further similar amount. Since the Canadian dollar had to a considerable extent moved up and down together with the U.S. dollar against third currencies, the recent developments have removed some of the exchange rate distortion that hampered our ability to compete with producers overseas.

It is worth emphasizing that the extreme strengthening of the U.S. dollar that was a feature of the period from 1980 to early this year was concentrated in its performance against the currencies of its major trading partners overseas. For example, from late 1980 to the spring of this year the U.S. dollar appreciated by some 70 per cent

remarquables, et les initiatives qui ont été prises récemment ne sont que le prolongement de cet effort. La stratégie adoptée est sûre car elle repose sur des principes de base, à savoir l'amélioration de la tenue de l'économie et la poursuite du financement. À cela devra s'ajouter tout l'appui qu'il est possible d'obtenir.

Ceci m'amène au deuxième thème de mon exposé, soit les politiques économiques et les politiques de change des grands pays industriels.

Permettez-moi de faire remarquer tout de suite que pour faire baisser les taux d'intérêt de telle façon qu'ils ne remontent pas, il faut compter principalement sur les politiques budgétaires des pays industriels, par-dessus tout celle des États-Unis. Bien que les pays industriels aient réussi beaucoup mieux à associer leurs efforts pour réaliser un faible taux d'inflation et une croissance économique soutenue, ils reconnaissent qu'ils doivent faire davantage d'efforts pour améliorer le dosage des politiques internes, et ce, non seulement pour assurer une meilleure tenue de leurs économies respectives, mais également pour améliorer la santé de l'économie internationale. Je citerai à cet égard un extrait de la déclaration faite par les ministres des Finances et les Gouverneurs des banques centrales des pays du Groupe des cinq à l'issue de la réunion qui s'est déroulée à New York à la fin de septembre : «Dans les pays où le déficit est trop élevé, on doit sans délai prendre les mesures nécessaires pour le réduire de façon substantielle.»

Au cours de cette réunion du Groupe des cinq, il a été décidé de modifier l'importance accordée à la gestion des changes des cinq pays, ce, dans le but d'amener le cours du dollar américain par rapport aux autres devises à un niveau plus bas et plus soutenable. De la fin de 1980 au printemps de 1985, où il a atteint un sommet, le cours pondéré du dollar américain par rapport aux devises des principaux partenaires commerciaux des États-Unis a augmenté d'environ 50 à 60 %. Cette appréciation du dollar a alimenté la menace croissante de protectionnisme qui plane sur le système ouvert d'échanges laborieusement mis sur pied dans le monde au cours des quarante dernières années. Entre le printemps et la fin de septembre, le cours pondéré du dollar américain a chuté de près de 10 % et il a encore baissé d'environ 10 % depuis la réunion du Groupe des cinq. Comme le dollar canadien avait suivi dans une très large mesure les mouvements à la hausse et à la baisse du dollar américain par rapport aux autres devises, la récente dépréciation a atténué les distorsions des changes qui entravaient notre compétitivité sur les marchés d'outre-mer.

Il convient de souligner que le renforcement exceptionnel du dollar américain qui a caractérisé la période allant de 1980 au début de l'année en cours s'est surtout produit par rapport aux devises des grands partenaires commerciaux d'outre-mer des États-Unis. Par exemple, de la fin de 1980 au printemps de 1985, le dollar américain s'est apprécié de 70 % par rapport à l'ensemble des grandes devises d'outre-mer. L'appréciation a été de 14 % par rapport au dollar canadien. En

against major overseas currencies combined. Against the Canadian dollar the appreciation was 14 per cent. In Germany and Japan in particular, inflation was considerably lower than in the United States. This was not the case for Canada, although our inflation performance did improve substantially. Japan and Germany also built up very large current account surpluses in their balance of payments. Therefore, in this context of broad international exchange rate adjustment in the interests of a better world balance it should not be surprising that since the spring of this year it is the deutsche mark and yen that have appreciated a very great deal against the U.S. dollar.

One aspect that has attracted a lot of attention since the G-5 meeting has been the emphasis on exchange market intervention as a way of lowering the relative value of the U.S. dollar. Is this attention justified?

It is now generally accepted that in normal conditions intervention by itself, without a reinforcing shift in underlying policies, will generally not be a powerful force in budging exchange rates. This indeed was the basic conclusion of the intensive study on exchange market intervention conducted in 1982-83 by seven major countries, including Canada. But one view is that these are not normal times in exchange markets - specifically, that the movements in some major currencies had to a degree taken on a momentum of their own that was not closely related to economic fundamentals. In these circumstances, forceful intervention, especially if it is concerted across countries, might have a sizeable effect on market psychology. This can be so even though the actual volume of funds used in official intervention will never in fact be very large in relation to the huge volume of transactions in international capital markets regularly undertaken by private participants - banks, corporations, etc.

While intervention was clearly one facet of the G-5 Accord, it would also be very sensible for investors to shift their foreign exchange positions if they believed that intervention policy also signalled a change in the future in more basic policies - the fiscal and monetary policies - of the participants. The corollary is that some of the effect will tend to wear off if in fact these policies do not change in a way that reinforces the initial exchange rate reversal.

One general question that has been given greater prominence by

Allemagne et plus particulièrement au Japon, le taux d'inflation a été beaucoup plus faible qu'aux États-Unis. Cela n'a pas été le cas dans notre pays, bien que notre situation au chapitre de l'inflation se soit améliorée de façon substantielle. Le Japon et l'Allemagne ont aussi accumulé des excédents très considérables au chapitre de la balance des paiements courants. Il n'est donc pas surprenant que, par suite du vaste ajustement des taux de change effectué en vue de promouvoir un meilleur équilibre à l'échelle mondiale, le mark et le yen aient enregistré depuis le printemps des hausses très importantes par rapport au dollar américain.

Une question qui a beaucoup attiré l'attention depuis la réunion du Groupe des cinq a été l'utilisation faite de l'intervention sur les marchés des changes comme moyen de faire baisser la valeur relative du dollar américain. L'attention accordée à cette question est-elle justifiée?

On s'accorde maintenant à reconnaître que, dans des circonstances normales, une intervention qui n'est pas renforcée par une modification des politiques sous-jacentes n'a pas en règle générale un impact très puissant sur l'évolution des taux de change. De fait, c'est à cette conclusion fondamentale qu'en sont arrivés sept grands pays, dont le Canada, au terme d'une étude poussée des interventions sur les marchés des changes qu'ils ont réalisée en 1982-1983. Mais d'aucuns prétendent que la période en cours n'est pas une période normale pour les marchés des changes, c'est-à-dire que les variations subies par certaines grandes monnaies ont pris jusqu'à un certain point une ampleur qui ne s'expliquait pas par les principes économiques fondamentaux. Dans de telles circonstances, une intervention vigoureuse, en particulier si elle est le produit d'une action concertée de plusieurs pays, peut avoir un effet notable sur la psychologie des marchés. Et il peut en être ainsi même si le volume des fonds utilisés dans le cadre des interventions officielles n'est en fait jamais très grand comparativement aux montants énormes des transactions que le secteur privé - les banques, les sociétés, etc. - effectue régulièrement sur les marchés financiers internationaux.

Tandis que l'intervention a été manifestement un des éléments de l'accord du Groupe des cinq, il serait aussi très indiqué pour les investisseurs de modifier leurs positions de change s'ils croient qu'une politique d'intervention annonce aussi une modification future des politiques fondamentales des participants, à savoir les politiques budgétaire et monétaire. Par voie de conséquence, l'intervention perdra en fait une partie de ses effets si ces politiques ne sont pas modifiées d'une façon qui renforce le renversement initial du cours du change.

Une question d'ordre général à laquelle ces événements ont conféré une importance accrue est celle de savoir si les pays ne pourraient modifier leur approche fondamentale des taux de change. Il est certain en tout cas que la tendance aux taux de change flottants qui s'est développée depuis le début des

these developments is whether there might be any change in the basic approach of countries towards exchange rates. It is certainly true that the trend to floating exchange rates that developed from the early 1970s has come increasingly under criticism. No one can be happy with the large and persistent swings among major currencies that we have seen over the past decade. The issue that has been posed is whether a system of floating exchange rates is inherently unworkable because it leads to excessively wide fluctuations for no sufficient reason that anyone can articulate convincingly. Alternatively however, these swings could largely reflect the fact that the demands placed upon the exchange rate system - to reconcile widely divergent domestic policies - are far too great. I regard the latter view as particularly compelling.

And the absolutely central importance of good domestic policies for the effective functioning of the exchange rate system is not a new idea. Indeed it has been said with a great deal of justice that what was really important about the Bretton Woods system that formed the basis of the world exchange rate regime for a quarter of a century after World War II was not its emphasis on fixed exchange rates. What was of crucial importance was that it established an internationally agreed framework for domestic policy adjustment in the interests of exchange rate stability and an open trading system. It had the value of properly emphasizing the fundamental role of national policies in shaping exchange rates and the balance of payments. How to reconcile sovereignty in national economic policies with the common interest in international financial stability is at the heart of any debate on exchange rate systems.

To describe in detail the importance of the kinds of developments I have been discussing for the Canadian economy and institutions would be to belabour the obvious. International trade and payments influence every aspect of our economic and financial life and our stake in the endeavour to bring about a stronger international system is correspondingly large. My objective tonight has been to convey to you a sense of what has been accomplished and the challenges that remain.

années 70 fait de plus en plus l'objet de critiques. Nul ne peut tirer satisfaction des variations fortes et persistantes qui ont marqué les taux de change des grandes monnaies entre elles au cours de la dernière décennie. Le problème consiste à savoir si le système de taux de change flottants est impraticable par nature parce qu'il engendre des fluctuations d'ampleur excessive pour des raisons insuffisantes que personne ne parvient à présenter de manière convaincante. Il se pourrait par contre que ces variations traduisent pour une bonne part les tensions beaucoup trop fortes auxquelles on soumet le système de taux de change dans le but de concilier des politiques intérieures très divergentes. Cette dernière hypothèse me paraît particulièrement plausible.

L'idée que de bonnes politiques intérieures jouent un rôle d'importance capitale dans le fonctionnement efficace du système des taux de change n'a rien de nouveau. On a déjà dit avec beaucoup de justesse que l'élément réellement important du système de Bretton Woods qui a constitué la pierre d'assise du système monétaire international pendant le quart de siècle qui a suivi la Deuxième Guerre mondiale ne réside pas dans le rôle qu'il accordait aux taux de change fixes. Ce qui était vital en fait dans ce régime, c'est qu'il avait établi un cadre accepté à l'échelle internationale et à l'intérieur duquel les pays ajustaient leurs politiques intérieures en vue d'assurer la stabilité des taux de change et un régime d'échanges commerciaux ouvert. Il a eu le mérite de mettre en lumière le rôle fondamental que jouent les politiques nationales dans l'évolution des taux de change et de la balance des paiements. Comment garantir la souveraineté des pays dans la formulation des politiques économiques tout en assurant la stabilité financière internationale pour le bien commun? Voilà le dilemme qui est au coeur même de tout débat sur les systèmes de taux de change.

L'importance que revêtent les événements dont je viens de vous parler pour l'économie canadienne et pour nos institutions saute aux yeux, et il serait inutile que je m'y attarde. Les échanges et les paiements internationaux influencent tous les aspects de notre vie économique et financière de sorte que nous avons un intérêt marqué à voir aboutir le projet de renforcement du système international. Je crois avoir tout dit. L'objectif que je m'étais fixé ce soir était de vous donner une idée de ce qui a été accompli et des défis qui persistent.

Record of press releases

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

Department of Finance
19 November 1985

Signing of U.S.$500 million Eurobond issue announced

The Honourable Michael Wilson, Minister of Finance, announced today the signing of an agreement for a Government of Canada U.S.$500 million public offering of bonds in the Eurobond market. Details of this financing were initially made public October 30, 1985.

The bonds, which have a term of 10 years and bear annual coupons of 10.00 per cent, have been priced at 99.75 per cent. The bonds are non-callable until maturity on November 21, 1995. This offering was made through an international syndicate of banks and investment dealers headed by Deutsche Bank Capital Markets Limited, Credit Suisse First Boston Limited, Orion Royal Bank Limited and Wood Gundy Inc.

Mr. Wilson noted that part of the proceeds from this financing will be used to replace funds applied towards the redemption of a U.S.$250 million bond issue which matured October 1, 1985. This financing was originally arranged by the Government of Canada in 1978. The balance of the proceeds will be added to Canada's official holdings of international reserves.

As part of the government's continuing program to minimize total interest charges on the public debt, Mr. Wilson also announced that subsequent to the offering, the annual fixed rate interest costs of the issue were swapped into variable interest rate costs based on the 3-month London Interbank Offered Rate (LIBOR). In effect, the total annual cost of the bonds of about 10.37 per cent (including commissions) has been converted into a variable quarterly interest rate cost of 3-month LIBOR less a margin of about 40 basis points, or about 7.70 per cent at current levels.

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.

Ministère des Finances
le 19 novembre 1985

Signature d'une émission de É.-U.$500 millions d'euro-obligations

Le ministre des Finances, l'honorable Michael Wilson, a annoncé aujourd'hui la signature d'une entente comportant une offre publique de É.-U.$500 millions d'obligations du gouvernement du Canada sur le marché des euro-obligations. Le détail de cet emprunt avait été rendu public initialement le 30 octobre 1985.

Les obligations, comportant une échéance à 10 ans et des coupons annuels à 10.00 pour cent, sont vendues au prix de 99.75 pour cent. Les obligations sont non remboursables par anticipation jusqu'à leur échéance le 21 novembre 1995. L'offre a été effectuée par l'entremise d'un consortium international de banques et de courtiers en valeurs mobilières dirigé par Deutsche Bank Capital Markets Limited, Crédit Suisse First Boston Limited, Orion Royal Bank Limited et Wood Gundy Inc.

M. Wilson a précisé qu'une partie du produit de l'offre servira à remplacer les fonds utilisés au rachat d'une émission de É.-U.$250 millions d'obligations venue à échéance le 1er octobre 1985. Cet emprunt avait été arrangé par le gouvernement du Canada en 1978. Le solde du produit sera ajouté aux réserves officielles de liquidités internationales du Canada.

M. Wilson a également annoncé que suite à cette offre et comme élément intégral du programme gouvernemental visant à minimiser l'ensemble des frais sur la dette publique, l'intérêt annuel à taux fixe de l'émission a été échangé contre un intérêt à taux variable fondé sur le taux interbanque de Londres (LIBOR) à trois mois. En fait, le taux annuel total de l'émission d'environ 10.37 pour cent (commissions comprises) a été converti en un taux trimestriel variable égal à LIBOR à trois mois moins une marge d'environ 40 points, soit environ 7.70 pour cent aux taux courants.

Department of Finance
15 November 1985

Canada to raise funds in the Japanese capital markets

The Honourable Michael Wilson, Minister of Finance, announced today the Government is arranging a yen-denominated syndicated loan with a group of Japanese banks and other financial institutions led by Bank of Tokyo as agent. Details will be announced after the negotiations have been completed.

The Minister said the proceeds from this borrowing are expected to be received before the end of November and will be added to Canada's official holdings of international reserves.

Ministère des Finances
le 15 novembre 1985

Le Canada empruntera sur le marché de capitaux japonais

Le ministre des Finances, l'honorable Michael Wilson, a annoncé aujourd'hui que le gouvernement négocie un prêt syndiqué libellé en yen auprès d'un groupe de banques et autres institutions financières japonaises sous la direction de la Banque de Tokyo agissant à titre d'agent. Le détail sera annoncé une fois les négociations complétées.

Le ministre a précisé que le gouvernement s'attend de recevoir le produit de cet emprunt avant la fin de novembre et qu'il l'ajoutera à ses réserves officielles de liquidités internationales.

Department of Finance
22 November 1985

Canada announces details of new borrowing in the Japanese capital markets

The Honourable Michael Wilson, Minister of Finance, announced details of an agreement signed today which provides for a Yen 80 billion syndicated loan to the Government of Canada from a group of Japanese banks and other financial institutions led by the Bank of Tokyo.

The 8-year syndicated loan, which matures November 27, 1993, bears an interest rate of 7.0 per cent per annum payable semi-annually. This rate is equivalent to the prevailing Japanese long-term prime lending rate. Scheduled loan repayments will commence after the fourth year. Canada expects to draw down the entire proceeds from this borrowing on November 27, 1985.

The Minister said the loan proceeds, which are equivalent to about U.S.$400 million, would be added to Canada's official holdings of international reserves.

Ministère des Finances
le 22 novembre 1985

Le Canada annonce le détail du nouvel emprunt sur le marché des capitaux japonais

Le ministre des Finances, l'honorable Michael Wilson, a annoncé aujourd'hui le détail d'un accord signé aujourd'hui, lequel prévoit un prêt syndiqué de Yen 80 milliards au gouvernement du Canada consenti par un groupe de banques et autres institutions financières japonaises dirigé par la Banque de Tokyo.

Le prêt syndiqué à huit ans, venant à échéance le 27 novembre 1993, porte intérêt à 7.0 pour cent par an payable semi-annuellement. Ce taux équivaut au taux préférentiel japonais prépondérant à long terme. Les remboursements prévus commenceront après la quatrième année. Le Canada s'attend de percevoir la totalité du produit de cet emprunt le 27 novembre 1985.

Le ministre a précisé que le produit de l'emprunt équivaut à environ É.-U.$400 millions et sera ajouté aux réserves officielles de liquidités internationales du Canada.

Staff studies

Travaux de recherche

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 Technical Report 40 appears below. Persons wishing to receive this report may obtain single copies by writing to Public Information Division, 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 within the last 10 years are carried in the list of other Bank of Canada publications in the back pages of the Review.

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 40. Les intéressés peuvent en obtenir le texte intégral en adressant une demande écrite à la Section de l'information, Secrétariat, Banque du Canada, Ottawa K1A 0G9.

Les opinions exprimées dans cette étude 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 au cours des dix dernières années sont indiqués chaque mois, à la fin de la Revue, sous la rubrique «Autres publications de la Banque du Canada».

Technical Report 40: The Structure of the Small Annual Model by David E. Rose and Jack G. Selody.

This volume contains a detailed description of the structure and sectoral properties of the Bank of Canada's Small Annual Model, SAM. The SAM model, constructed in the Research Department of the Bank, is designed for medium- to long-term simulation. It is small by econometric model standards; the version described in this report has 25 stochastic equations and 103 equations in total.

SAM is a model of the aggregate Canadian economy with complete wealth accounting, in which markets work and generate eventual convergence to a competitive steady state. At the heart of the model is a description of an equilibrium path that exploits restrictions from formal theory, particularly with respect to the long-run determinants of aggregate supply. The complete wealth accounting is an important part of the model because of the attention one must pay to stock equilibrium in long-term analysis. In SAM all flow/stock linkages are explicit and integrated into the budget constraints and other equations that influence the model's long-run properties.

Rapport technique 40 : The Structure of the Small Annual Model par David E. Rose et Jack G. Selody.

Dans la présente étude, nous présentons une analyse détaillée de la structure du modèle SAM (Small Annual Model) de la Banque du Canada et des propriétés de ses différents secteurs. Ce modèle économétrique a été construit au département des Recherches de la Banque pour simuler l'économie canadienne en moyenne et longue période. De taille relativement petite, il contient au total cent trois équations, dont vingt-cinq sont stochastiques.

SAM est un modèle de l'ensemble de l'économie canadienne, où sont prises en considération toutes les relations ayant trait à la richesse et où les mécanismes de marché fonctionnent pour orienter l'économie, par le biais de la concurrence, vers une situation d'équilibre. SAM est fondé sur une description d'un sentier d'équilibre qui tire parti des contraintes formulées dans la théorie économique, en particulier en ce qui concerne les facteurs qui déterminent l'offre globale sur longue période. La comptabilisation des relations stocks-flux associées à la richesse y occupe une place importante à cause de l'attention qu'exige l'équilibre des stocks dans les études portant sur le long terme. Toutes les relations entre les flux et les stocks sont formulées explicitement et sont intégrées aux contraintes budgétaires et aux autres équations qui influencent les propriétés à long terme du modèle.

Behaviour in SAM is forward looking. For example, expectations formation is specified to be quasi-rational; that is, it uses information about the steady state to which the system is tending. Some of the behavioural theory is explicitly forward looking – formal intertemporal optimization; but even where the theory is static the model is given forward-looking properties through the specification of dynamic processes of adjustment towards the steady-state path.

SAM should be most useful for the analysis of the medium- to long-run implications of aggregate foreign disturbances and domestic monetary and fiscal policy initiatives. The model has been designed to be flexible and the documentation attempts to show how it can be used in simulation with various policy prescriptions and assumptions about model structure.

Dans le modèle SAM, le comportement des agents économiques est tourné vers l'avenir. Par exemple, les anticipations sont formées de façon quasi-rationnelle, c'est-à-dire qu'elles tiennent compte des informations sur la situation d'équilibre vers laquelle tend le système économique. Certaines théories du comportement sont explicitement tournées vers l'avenir en ce sens qu'elles font intervenir le concept d'optimisation intertemporelle. Toutefois, même là où la théorie sous-jacente présente des aspects statiques, on attribue encore aux comportements des agents économiques des propriétés prospectives en spécifiant des processus dynamiques d'ajustement vers le sentier d'équilibre.

SAM devrait être d'une très grande utilité dans l'analyse des conséquences à moyen et à long terme des chocs globaux d'origine étrangère ou des changements de la politique monétaire et budgétaire suivie au pays. L'étude tente de démontrer comment le modèle, de conception intentionnellement souple, peut servir à des simulations faisant intervenir divers instruments de politique et différentes hypothèses sur la structure de celui-ci.

Charts

Graphiques

S2 Monetary aggregates and fiscal policy
S3 Chartered banks
S4 Interest rates
S6 Government of Canada direct and guaranteed securities outstanding
S7 Financing of governments and business
S8 National accounts
S9 Selected economic indicators
S10 Labour market
S12 Prices
S13 Incomes and costs
S14 External trade
S15 Canadian balance of international payments

S2 Agrégats monétaires et politique financière
S3 Banques à charte
S4 Taux d'intérêt
S6 Encours des titres émis ou garantis par le gouvernement canadien
S7 Financement des gouvernements et des entreprises
S8 Comptes nationaux
S9 Quelques indicateurs économiques
S10 Marché du travail
S12 Prix
S13 Revenus et coûts
S14 Commerce extérieur
S15 Balance canadienne des paiements

Symbols used in the charts
A arithmetic scale
L logarithmic scale

Abréviations utilisées dans les graphiques
A échelle arithmétique
L ordonnées logarithmiques