BY ALL ACCOUNTS

TOUT COMPTE FAIT



BANK OF CANADA
BANQUE DU CANADA

BY ALL ACCOUNTS

OUTSIDE PERSPECTIVES ON THE BANK OF CANADA

by/par Neville Nankivell



TOUT COMPTE FAIT

LA BANQUE DU CANADA VUE DE L'EXTÉRIEUR

© Bank of Canada, March 2010
© Banque du Canada, mars 2010

978-0-9811235-1-6

THE GOVERNORS OF THE BANK OF CANADA

AS SEEN BY THE NATION'S MEDIA



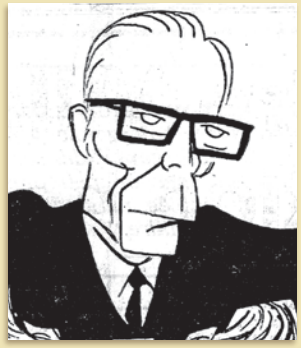
Graham Towers
1934–1954



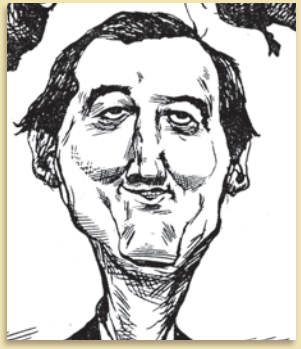
James Coyne
1955–1961



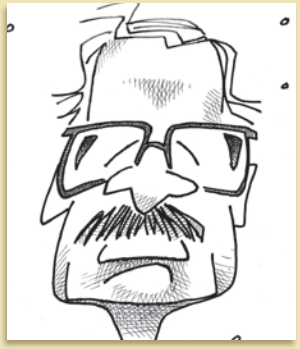
Louis Rasminsky
1961–1973



Gerald Bouey
1973–1987



John Crow
1987–1994



Gordon Thiessen
1994–2001



David Dodge
2001–2008



Mark Carney
2008–

LES GOUVERNEURS DE LA BANQUE DU CANADA

SOUS LE REGARD DES MÉDIAS CANADIENS

TABLE OF CONTENTS

INTRODUCTION 5
Outside Looking In

CHAPTER 1 (1934–1954) 9
Depression, War, and Peace

CHAPTER 2 (1955–1961) 23
The Bank and the Government

CHAPTER 3 (1961–1973) 37
To Float or Not To Float

CHAPTER 4 (1973–1987) 49
Stagflation Struggles

CENTRESPREADS 62
The Gyrating Dollar
Inflation, Interest Rates and Unemployment

CHAPTER 5 (1987–1994) 69
Inflation Targeting

CHAPTER 6 (1994–2001) 83
Opening Up the Bank

CHAPTER 7 (2001–2008) 95
External Shocks

CHAPTER 8 (2008–) 109
Riding Out the Storm

PHOTOGRAPH, CARTOON, AND OTHER CREDITS 124

ACKNOWLEDGEMENTS 128

TABLE DES MATIÈRES

INTRODUCTION 5
Un regard extérieur

CHAPITRE 1 (1934-1954) 9
Dépression, guerre et paix

CHAPITRE 2 (1955-1961) 23
La Banque et le gouvernement

CHAPITRE 3 (1961-1973) 37
Flottera, flottera pas?

CHAPITRE 4 (1973-1987) 49
La lutte contre la stagflation

DOUBLES PAGES CENTRALES 62
La danse du dollar
L'inflation, les taux d'intérêt et le chômage

CHAPITRE 5 (1987-1994) 69
Un régime de cibles d'inflation

CHAPITRE 6 (1994-2001) 83
L'ouverture

CHAPITRE 7 (2001-2008) 95
Chocs externes

CHAPITRE 8 (2008-) 109
Survivre à la tempête

SOURCES DES PHOTOS, CARICATURES ET AUTRES DOCUMENTS 124

REMERCIEMENTS 128

It is the very essence of a true central bank that it must act contrary to the prevailing mood in politics and finance. When the mood is confident, it is the duty of the bank to be cautious. When business is booming, its duty is to reach for the brake. When the prevailing mood is fear, the central bank must have enterprise and courage. When there is depression, it must step on the gas. It ought always to be unpopular because it ought always to be counteracting or at least getting ready to counteract the economic tendencies of the moment.

—Walter Lippmann, influential U.S. journalist and political commentator, quoted in the* Halifax Chronicle*, 14 February 1935

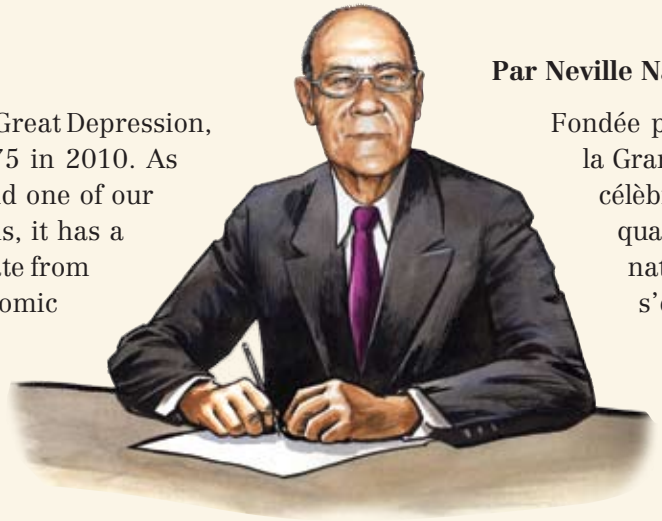
Par sa nature même, une véritable banque centrale doit agir à contre-courant du monde de la politique et de la finance. Lorsque la confiance règne, il est de son devoir d'être prudente. Quand les affaires sont florissantes, son rôle consiste à donner un coup de frein. Si la crainte est omniprésente, la banque centrale doit faire preuve d'initiative et de courage. En période de dépression, il lui incombe d'appuyer sur l'accélérateur. Pour elle, la popularité ne doit jamais être au rendez-vous, car il lui faut constamment faire contrepoids aux tendances économiques de l'heure ou, à tout le moins, s'y préparer.

— Walter Lippmann, journaliste et commentateur politique américain influent, cité dans le* Halifax Chronicle*, le 14 février 1935

INTRODUCTION

Outside Looking In

By Neville Nankivell



Born in the worst years of the Great Depression, the Bank of Canada turned 75 in 2010. As the country's central bank and one of our most vital national institutions, it has a broad monetary policy mandate from Parliament to foster the economic and financial well-being of all Canadians.

In recent times, more dependable monetary policy tools produced considerable success in achieving this goal—mainly by ensuring domestic price stability. But the Bank's role in sustaining economic growth and high employment was never more tested than at the time of writing this book. Faced with the maelstrom of a global financial crisis and worldwide recession, safeguarding the overall stability of Canada's financial system became a prime concern.

INTRODUCTION

Un regard extérieur

Par Neville Nankivell

Fondée pendant les années les plus noires de la Grande Dépression, la Banque du Canada célèbre en 2010 son 75e anniversaire. En qualité de banque centrale, cette institution nationale parmi les plus indispensables s'est vu confier par le Parlement un vaste mandat relatif à la politique monétaire, celui de favoriser le bien-être économique et financier de tous les Canadiens.

Le perfectionnement récent des instruments de politique monétaire lui a permis de remplir ce mandat avec un succès non négligeable, principalement en assurant la stabilité des prix au pays. Or, l'aptitude de la Banque à soutenir la croissance économique et un taux d'emploi élevé n'a jamais été autant mise à l'épreuve qu'au moment où ces lignes ont été écrites. Au cœur du tourbillon d'une crise financière et d'une récession planétaires, il devenait primordial de préserver la stabilité générale du système financier canadien.

By All Accounts is the fifth and last book in the Bank's souvenir history series. Earlier volumes explored money's role in society, the Bank's architecture and art, the design of Canadian bank notes, and an illustrated history charting the evolution of Canada's central bank.

This volume examines the Bank's policies from the perspective of outside observers—journalists, cartoonists, academics, politicians, and government-appointed commissions. It ends with the central bank up against the sweep and swiftness of what, around the world in 2009, was known as the "Great Recession."

As the financial crisis intensified, the actions of all major central banks came under intense scrutiny by the media and the online community's "digerati." Governments were criticized for doing too little and for doing too much. There were Cassandra-like predictions of the end of capitalism, and of a catastrophic collapse of societies worldwide. But, in late 2009, recovery from the deepest global recession in decades was under way.

For the Bank of Canada, there was a touch of déjà vu during the turbulence. In 1935, the aim of the newly launched institution was to help pull the country out of a financial and economic crash that was far worse than in 2008–09. Unemployment in Canada in the "dirty thirties" reached 27 per cent, compared with 8.6 per cent in mid-2009 (the highest in 11 years, but lower than in the recessions of 1981–82 and 1990–92). *See chart page 67.*

Tout compte fait est le cinquième et dernier volume de la série de livres commémoratifs de la Banque. Le premier titre de la collection présente une histoire en images de l'institution, tandis que les trois suivants traitent de l'œuvre artistique dans les billets de banque canadiens, de l'architecture et des œuvres d'art de la Banque et du rôle de la monnaie dans la société.

On découvrira dans le présent ouvrage le regard que divers observateurs – journalistes, caricaturistes, universitaires, politiciens et commissions publiques – ont porté sur les politiques de la Banque au fil des ans. On y suit cette dernière jusqu'en 2009, année où elle est confrontée à la progression rapide et irrésistible de ce que, partout dans le monde, il est convenu d'appeler la « Grande Récession ».

L'intensification de la crise financière a eu pour conséquence que le moindre geste des grandes banques centrales était surveillé de près par les médias et la cyberélite. Les gouvernements ont été critiqués parce qu'ils n'en faisaient pas assez ou qu'ils en faisaient trop. Les Cassandre prédisaient la fin du capitalisme et l'effondrement catastrophique de sociétés à l'échelle du globe. Pourtant, à la fin de 2009, l'économie était en voie de se relever de la plus profonde récession mondiale que l'on ait connue depuis des décennies.

Pour la Banque du Canada, il y avait là une impression de déjà-vu : en 1935, l'institution naissante avait pour but d'aider le pays à sortir d'un désastre financier et économique bien plus grave que celui de 2008-2009.

This time, the Bank had the capacity to act aggressively from the outset. Its policy quiver included a coherent monetary policy strategy (unfettered by any attachment to gold), well-founded research and analysis, an established regulatory environment, effective public communications, and unprecedented international co-operation.

Unchanged, though, was the Bank's original mandate: *to regulate credit and currency in the best interests of the economic life of the nation . . . and generally to promote the economic and financial welfare of Canada.* As the ultimate source of liquidity in the economy, this remains its objective today.

By All Accounts shows how Canadians have perceived the performance of their central bank over the decades, through the eyes of those who monitor its work on the public's behalf.

Neville Nankivell is a former columnist, editor-in-chief, and publisher of the Financial Post *(of Canada). Over a career of nearly five decades in Canadian business journalism, he has written extensively about economic and financial issues, and has interviewed governors of the Bank of Canada and other major central banks.*

Le chômage atteignait alors 27 %, comparativement à 8,6 % au milieu de 2009 (le taux le plus élevé en onze ans, mais tout de même inférieur à ceux des récessions de 1981-1982 et de 1990-1992). *Voir le graphique de la page 67.*

Cette fois, la Banque a pu prendre des mesures énergiques dès le début. Dans son carquois se trouvaient une stratégie cohérente en matière de politique monétaire (libre de tout lien avec l'or), des travaux de recherche et d'analyse solides, un cadre réglementaire bien établi, des moyens de communication efficaces avec le public et un réseau de coopération internationale sans précédent.

Son mandat d'origine demeurait cependant inchangé : *réglementer le crédit et la monnaie dans l'intérêt de la vie économique de la nation […] et de façon générale […] favoriser la prospérité économique et financière du Canada.* En tant que source ultime de liquidité au sein de l'économie, la Banque conserve cet objectif à ce jour.

Tout compte fait dépeint comment les Canadiens ont perçu la feuille de route de leur banque centrale au fil des décennies, à travers le regard de ceux qui suivent ses activités au nom du public.

Neville Nankivell a été chroniqueur, rédacteur en chef et éditeur du Financial Post *(du Canada). Au long d'une carrière de près de 50 ans en journalisme d'affaires au Canada, il a abondamment écrit sur les questions économiques et financières, en plus d'interviewer des gouverneurs de la Banque du Canada et d'autres grandes banques centrales.*

Payroll
Savings Edition

Where to Find It

Amusements 14
Editorials 6
Financial 10
Labor Leaders ... 2
Mass Meetings .. 5
Publicity 15
Sports 12
The Ten Steps ... 9
V-Flag 7
War Fin. Worker. 3

The Victory Herald

VOL. 1 — SIXTH VICTORY LOAN HEADQUARTERS, OTTAWA — NO. 1

HOPE FOR 200 MILLION FROM PAYROLL SAVINGS

Must Aim Higher Than Ever Before, Is Plea of Towers

With hopes of obtaining $200,000,000 from the Payroll Savings Section of the Sixth Victory Loan, Graham Towers, Chairman of the National War Finance Committee, in a message to workers stressed the importance of the new loan drive and called on all canvassers to be unflagging in their initiative and enthusiasm.

"The five earlier Victory Loans were most successful. Now with the war approaching its decisive phase, we cannot afford, as a nation or as individuals, to relax in any way. We must also to do even better than bef

Reviewing C tion, Mr. Tower of March, 1944, for war will hav $12,500,000,000 sive m Canadian not yet in Euro require

"Aga examine Victory Loan. this: Our country ca dollars it needs to carry on sources and two

that the buyer is not leaving all postwar planning to others, he is doing some postwar planning for himself.

"Strong, consistent buying of Victory Bonds now can have a whole lot to do with our individual opportunities for employment and security after the war," Mr. Towers stressed.

"Second only to the battle on fighting fronts is the battle higher living costs on the ent," he said. "Up to the Canada has been rela- keeping things ar our own this con- again, inter-



One Per Cent

A record for low-cost financing was set in the Fifth Victory Loan, with the costs amounting to about 84 cents for each $100 bond sold, according to official figures.

This compares with $1.09 per $100 bond sold at the time of the First Victory Loan, 98 cents in the case of both the second and third loans, and slightly over 92 cents on the Fourth Victory Loan.

The 84-cent figure, representing a cost of less than 1 per cent, is all the more remarkable when the wide variety of expenses involving a campaign with an objective in the billions is considered.

These costs include expenditures for the preparation and delivery of bonds; office stationery and supplies; salaries; travelling expenses; advertising and publicity; organiza-

1

DEPRESSION, WAR, AND PEACE

Building a Bank for All Seasons

At one time opposed to the idea of a central bank, Conservative Prime Minister R. B. Bennett changed his mind when confronted with the gravity of governing Canada during the early 1930s in the depths of the Great Depression.

He established a Royal Commission under Lord Macmillan, a prominent British jurist, to examine Canada's banking and financial system and its potential inadequacies. Its report led to legislation in 1934 to create the Bank of Canada, although this outcome was no slam dunk.

Canada's close-knit banking community opposed the idea, uneasy about a national newcomer on its turf. Farmers were for it. They detested the commercial banks. Parliamentary debate was stormy, mainly over Bennett's determination that the new national institution would be privately owned (although with earnings above a return of 4 per cent reverting to the government). The Opposition Liberals warned that "Big Business" would take control. Yet almost one-third of the 100,000 $50 par value shares offered to the public

DÉPRESSION, GUERRE ET PAIX

Une banque contre vents et marées

Le premier ministre conservateur R. B. Bennett, d'abord opposé à l'idée d'une banque centrale, change d'avis devant la lourdeur de sa charge de gouvernant au début des années 1930, la période la plus sombre de la Grande Dépression.

Il met alors sur pied une commission royale, dont il confie la présidence à lord Macmillan, éminent juriste britannique. La commission est chargée d'étudier le système bancaire et financier canadien et ses lacunes éventuelles. Son rapport donne lieu, en 1934, à l'adoption d'une loi visant la création de la Banque du Canada. La partie n'était cependant pas jouée d'avance.

Le milieu bancaire, fortement uni, s'oppose au projet, entrevoyant avec méfiance l'arrivée sur son terrain d'une nouvelle autorité nationale. Les agriculteurs, pour leur part, se réjouissent, car ils exècrent les banques commerciales. Au Parlement, les débats sont houleux; ils portent principalement sur l'intention qu'a le premier ministre Bennett de faire de la nouvelle institution nationale une société privée (qui verserait néanmoins à l'État la part de son

"The depression itself was largely an indictment of private industry and there has been nothing in economic history so pitiable as the spectacle of the great moguls of finance who in their utter bewilderment finally in a panic ran to governments for aid to avert in many cases the ruinous consequence of their own folly."

—Victoria Times *(B.C.), 26 February 1935*

were purchased by "housewives, ladies, nurses, and widows," the *Ottawa Citizen* reported, based on lists of occupational groups for the 12,200 shareholders.

There were impassioned political exchanges over the decision to make the Bank's new Canadian bank notes unilingual. Most of the notes were printed in English, some in French, although both were to be considered legal tender everywhere in Canada. "Some of those staunch supporters of British rights . . . would not spit on a bill printed in French if it helped them in buying a bottle of Scotch whisky," said Henri Bourassa, then an independent Quebec MP and the journalist-founder of the Montréal newspaper *Le Devoir*.

When the Bank opened in Ottawa on 11 March 1935, thirty-six other central banks already existed (only six of them government owned). The U.S. Federal Reserve Board had been in business since 1913, the Bank of England since 1694, and Sweden's Riksbank (the oldest) since 1668.

bénéfice excédant 4 %). Dans l'opposition, les libéraux jettent les hauts cris, alléguant que les « grandes puissances financières » vont prendre le contrôle. Pourtant, d'après la liste des catégories professionnelles auxquelles appartiennent les 12 200 actionnaires de la Banque, ce sont « des ménagères, des dames du monde, des infirmières et des veuves » qui acquièrent près du tiers des 100 000 actions offertes au public à leur valeur nominale de 50 dollars, peut-on lire dans l'*Ottawa Citizen*.

Les échanges parlementaires s'enflamment lorsqu'on décide que les nouveaux billets de banque canadiens seront unilingues. La plupart seront imprimés en anglais, certains le seront en français, mais il est prévu que tous auront cours légal partout au pays. Henri Bourassa, alors député indépendant du Québec et journaliste fondateur du quotidien montréalais *Le Devoir*, tient ces propos : « Un certain nombre de ceux qui proclament vigoureusement les droits anglais [...] ne cracheraient pas sur un billet de banque imprimé en français s'ils en avaient besoin pour acheter une bouteille de Scotch whisky. »

Lorsque la Banque du Canada ouvre ses portes à Ottawa, le 11 mars 1935, il existe déjà 36 autres banques centrales dans le monde (dont seulement 6 de propriété publique). La Réserve fédérale des États-Unis a vu le jour en 1913, la Banque d'Angleterre, en 1694, et la Riksbank de Suède (la plus ancienne), en 1668.



Prime Minister / Le premier ministre R. B. Bennett

Graham Towers, an “exceedingly bright” 36-year-old Montréal banker, was appointed the Bank of Canada’s first Governor. That made him the youngest central banker in the world.

After the Liberals under William Lyon Mackenzie King replaced Bennett’s Tories in 1935, the new government took steps to nationalize the Bank. “[The] worst form of communism, highway robbery and repudiation ever practised on a gullible public,” complained the Toronto *Uptown Messenger*. King also introduced bilingual bank notes. “Repairs the blunder,” said Quebec City’s *La Nation*. “Bilingualism run rampant,” the *Toronto Telegram* retorted.

Graham Towers, banquier montréalais de 36 ans « extrêmement brillant », devient le premier gouverneur de la Banque du Canada et, du même coup, le plus jeune dirigeant d’une banque centrale au monde.

En 1935, les libéraux, avec à leur tête William Lyon Mackenzie King, remplacent les conservateurs de Bennett. Le nouveau gouvernement prend alors des mesures afin de nationaliser la Banque. « [La] pire forme de communisme, de vol de grand chemin et de répudiation jamais imposée à un public crédule », tonne l’*Uptown Messenger* de Toronto. Mackenzie King fait aussi mettre en circulation des billets de banque bilingues. Ce geste « répare la gaffe de Bennett et Cie », lit-on dans *La Nation* de Québec. « Le bilinguisme est déchaîné », rétorque le *Toronto Telegram*.

La politique monétaire de la nouvelle banque centrale prend surtout la forme de mesures directes de contrôle et de persuasion morale. L’institution maintient son taux d’escompte à 2 1/2 % jusqu’en 1943 (ce taux ne sera modifié que deux fois entre 1943 et 1955). Au cours des premières années de la Banque, le dollar, relativement stable, se négocie plus ou moins à parité avec son pendant américain jusqu’à ce que la guerre avec l’Allemagne éclate, en septembre 1939.


Aurons-nous la monnaie bilingue?

En pourrait-on douter ?
Les libéraux, qui ont maintenant le pouvoir, ont durement critiqué


Pour que bientôt
il me revienne...
CANADA
WAR THRIFT URGED
BY GRAHAM TOWERS
Bank of Canada Governor
Says Taxes, Loans Must
Absorb Savings
Achetez des
OBLIGATIONS

"A publicly owned Bank of Canada can be a great help to the people. But it would be a curse if it became an agency for the indiscriminate printing of currency."

—Lethbridge Herald *(Alberta), 2 June 1936*

The new Bank's monetary policy was mostly carried out through direct controls and moral suasion. The Bank Rate was held at 2½ per cent until 1943 (with only two changes between then and 1955). In the Bank's early years, the dollar was relatively stable, trading around parity with the U.S. dollar until just before the outbreak of war with Germany in September 1939.

While the premiers of certain debt-ridden provinces wanted more help from the Bank, there was little criticism of monetary policy from the media or academic economists. Later, commentators suggested that this was because of a lack of interest at the time in the mysteries of central banking, or possibly skepticism over whether monetary policy would have any real influence on the economy in contrast to the government's spending and taxation policies.

World War II quickly changed the Bank's focus, resulting in expanded activities and a higher public profile. The central bank ran the Foreign Exchange Control Board and was responsible for a newly created Industrial Development Bank (later the Business Development Bank of Canada).

The government fixed the Canadian dollar at slightly above 90 cents U.S. for the duration of the war. It imposed controls on foreign currency transactions, wages, and prices. Some goods were rationed.

Si les premiers ministres de certaines provinces criblées de dettes souhaitent recevoir plus d'aide de la Banque, rares sont les médias ou les économistes du milieu universitaire qui critiquent la politique monétaire. Par la suite, les commentateurs attribueront ce silence à un manque d'intérêt à l'époque pour les mystères entourant les activités des banques centrales, ou encore à un scepticisme quant à l'influence réelle de la politique monétaire sur l'économie, par opposition aux dépenses et aux politiques fiscales du gouvernement.

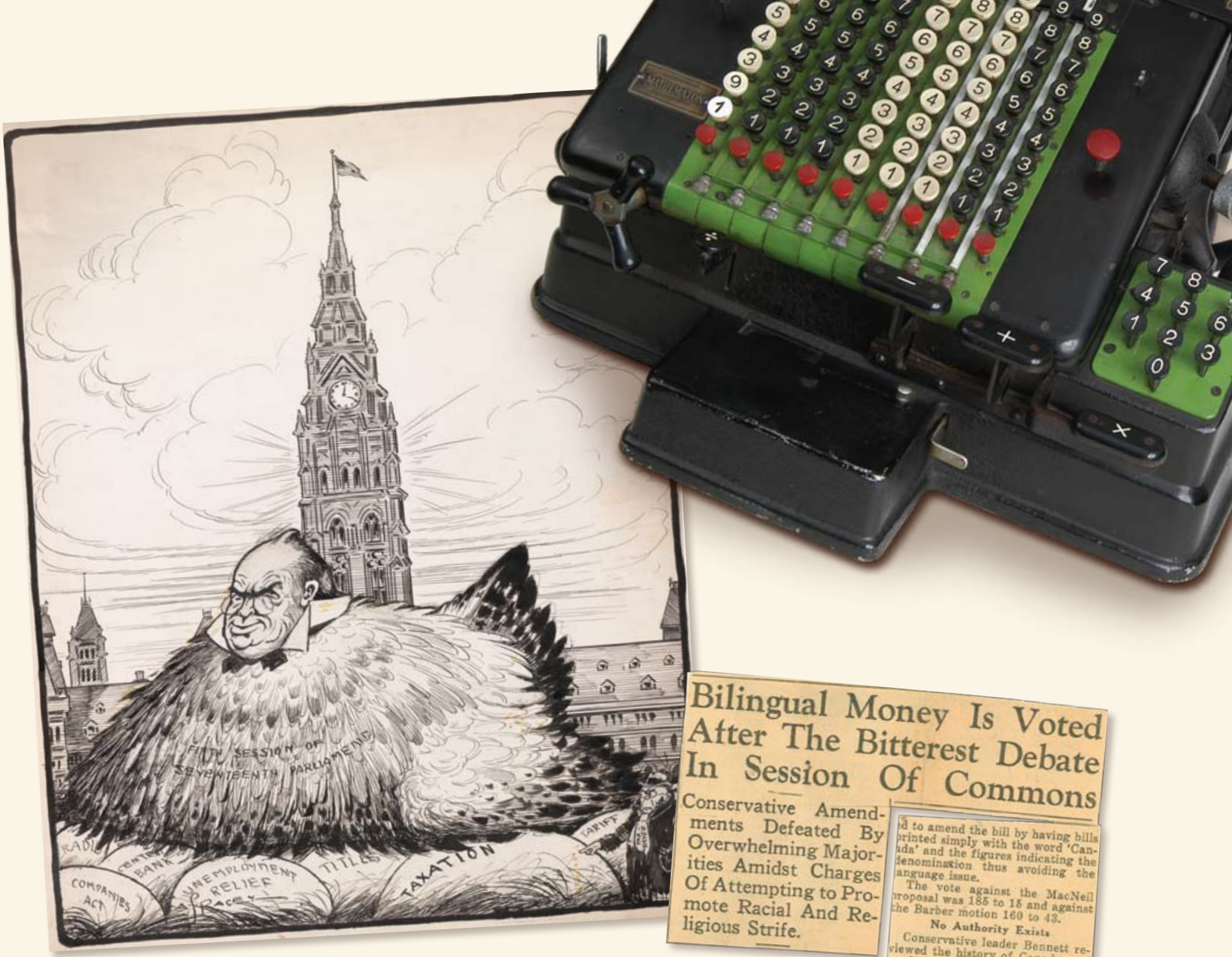
La Seconde Guerre mondiale viendra toutefois changer abruptement l'orientation de la Banque en élargissant ses activités et en la propulsant à l'avant-scène. L'institution administre la Commission de contrôle du change étranger et se voit confier la responsabilité de la toute nouvelle Banque d'expansion industrielle (aujourd'hui la Banque de développement du Canada).



Le premier taux de la Banque Centrale: 2½ p.c.

OTTAWA, 11. — La Banque du Canada a pris à 10 heures, ce matin, la direction de la monnaie et du crédit du Dominion. Le ministère des finances, auparavant, jouait ce rôle. Le taux d'escompte, le premier

Le gouvernement fixe la valeur du dollar canadien un peu au-dessus de 90 cents É.-U. pour toute la durée du conflit et impose des restrictions sur les opérations en devises, les salaires et les prix. Certaines marchandises sont rationnées.



Bilingual Money Is Voted After The Bitterest Debate In Session Of Commons

Conservative Amendments Defeated By Overwhelming Majorities Amidst Charges Of Attempting to Promote Racial And Religious Strife.

d to amend the bill by having bills printed simply with the word 'Canada' and the figures indicating the denomination thus avoiding the language issue.

The vote against the MacNeil proposal was 185 to 15 and against the Barber motion 160 to 43.

No Authority Exists

Conservative leader Bennett reviewed the history of Canada pre-

« Les billets de la Banque du Canada seront désormais bilingues. C'est une solution équitable et logique à un problème depuis longtemps au premier plan de l'actualité canadienne. [...] Avec cela que le nombre de billets portant l'inscription française était fort limité, comme si nous n'avions pas droit à une part plus importante de la fortune du pays et ne pouvions y aspirer. »

— Le Nouvelliste*, Trois-Rivières, le 22 juin 1936*

Governor Towers became a well-recognized public figure, campaigning coast-to-coast to promote Victory Bond sales. These campaigns raised almost $12 billion and, together with sales of War Savings Certificates, financed half the cost of the war.

Towers also urged Canadians to adopt "war-thrift" habits and curtail their private spending. "Vicious lunacy," roared the Saskatoon-based *Western Producer,* worried about a reduced demand for food. What the Governor had in mind was unnecessary spending on luxury goods.

As the war neared its end, in 1944 a historic international conference at Bretton Woods, a New Hampshire resort, shaped an entirely new world financial order. Exchange rates were pegged to the U.S. dollar. The newly formed International Monetary Fund (IMF) oversaw the system.

Voyageant d'un océan à l'autre pour promouvoir les obligations de la Victoire, le gouverneur Towers gagne en notoriété. Ces campagnes permettent de réunir près de 12 milliards de dollars, ce qui, avec la vente des Certificats d'épargne de guerre, financera pour moitié l'effort de guerre.

Graham Towers exhorte aussi les Canadiens à la frugalité et à la réduction de leurs dépenses personnelles. « Pure folie », aboie le *Western Producer* de Saskatoon, inquiet de voir baisser la demande alimentaire. Mais ce sont les dépenses inutiles en articles de luxe que M. Towers a à l'esprit.

En 1944, alors que les hostilités tirent à leur fin, une conférence internationale historique tenue à Bretton Woods, centre de villégiature du New Hampshire, fait naître un tout nouvel ordre financier mondial. Le dollar américain sert d'étalon pour les taux de change, et le système est placé sous l'égide du nouveau Fonds monétaire international (FMI).

The Canadian delegation made a notable contribution, especially in building bridges between divergent U.S. and British views. It included senior Bank of Canada staff such as Louis Rasminsky, who would later become Governor.

After World War II ended in 1945, the Bank turned to encouraging business investment to assist Canada's relatively smooth transition to a peacetime economy. The dismantling of capital controls began (they were all gone by the end of 1951, earlier than in most other countries). In 1950, the Canadian dollar was freed from its wartime fixed rate. The upward pressure of speculative capital inflows had made it too costly for the government to hold it there. There was also uncertainty over what the higher "peg" should be. The IMF wasn't pleased. Canada's "black-sheep" float would last for over a decade.

The Korean War of 1950–53 expanded demand for Canadian commodities, the economy boomed, and prices rose sharply. Two decades after it was created to fight deflation, the Bank faced the opposite predicament: inflation.



La délégation canadienne, qui compte des cadres supérieurs de la Banque du Canada – dont le futur gouverneur Louis Rasminsky –, est saluée pour avoir notamment su jeter des ponts entre les points de vue divergents des États-Unis et de la Grande-Bretagne.

Après la fin de la Seconde Guerre mondiale en 1945, la Banque décide d'encourager les investissements des entreprises pour favoriser la transition relativement harmonieuse du Canada vers une économie de temps de paix. Les restrictions visant les mouvements de capitaux commencent à disparaître (elles auront toutes été abolies à la fin de 1951, soit plus tôt que dans la plupart des autres pays). En 1950, le dollar canadien est libéré du taux fixe qui a été le sien pendant le conflit. Cette immobilité était devenue trop coûteuse pour le gouvernement en raison de la pression à la hausse provoquée par les entrées de capitaux spéculatifs. En outre, il règne une incertitude quant au taux plus élevé à adopter. Le FMI est mécontent du « mouton noir » qu'est le Canada : le flottement du dollar se prolongera sur plus de dix ans.

La guerre de Corée, de 1950 à 1953, fait augmenter la demande de produits de base canadiens; l'économie est florissante et les prix montent en flèche. La Banque, qui avait été créée pour lutter contre la déflation, est aux prises, deux décennies plus tard, avec le fléau inverse : l'inflation.

« Mercredi soir, il [le premier ministre Bennett] affirmait que "la banque centrale est un élément important de notre programme de réforme [...] Pourquoi l'appeler une mesure de réforme? Parce qu'elle est destinée à devenir un instrument puissant de justice sociale; parce qu'elle fournira le moyen d'assurer plus d'équité dans les relations entre les diverses classes; parce qu'elle aidera à combler les lacunes de l'ancien système; parce qu'elle sera une source indépendante de conseils et de secours en tout ce qui concerne la finance; parce qu'elle inaugure un chapitre nouveau dans l'histoire de la vie financière du Canada". Ce sont là de notables exagérations. »

— Le Droit, *Ottawa, le 12 janvier 1935*

To offset inflation and to pay for Cold War military expenditures, Governor Towers advocated, among other things, that "spendable incomes" should be reduced by higher taxes. "It will be difficult to decide which is worse, the cure or the disease," said the *Ottawa Citizen*.

Still, the Bank's performance in wartime and in the years immediately afterwards was generally highly regarded. "Canada's financial affairs were being managed with a skill and maturity which greater and older nations could only envy," said a 1954 editorial in the *Financial Post* when Governor Towers retired.



Pour juguler l'inflation et régler les dépenses militaires liées à la guerre froide, le gouverneur Towers recommande, entre autres, que les « revenus disponibles » soient réduits par une hausse des impôts. « On pourra difficilement déterminer lequel, du remède ou du mal, est le pire », réagit l'*Ottawa Citizen*.

Néanmoins, on applaudit en général aux résultats que la Banque a obtenus durant les années de guerre et celles qui ont suivi immédiatement. « Les affaires financières du Canada ont été gérées avec une compétence et une maturité que des nations plus puissantes et plus anciennes ne pourraient qu'envier », affirme-t-on dans un éditorial paru en 1954 dans le *Financial Post*, au moment où M. Towers prend sa retraite.

Graham Towers

1934–1954

Only 36 years old when appointed Governor of the newly created Bank of Canada in 1934, Graham Towers, while not "a name," was already a widely respected banker. His appointment garnered glowing headlines at home and abroad.

Typical was a *Wall Street Journal* article titled, "HAS CONFIDENCE OF ALL." It noted that Towers was "100 per cent Canadian, not only by birth and training, but in habit and mind." The appointment also won "heartiest approval" from popular Canadian humourist Stephen Leacock, the new Governor's former economics professor at McGill University.

After army service in France as a young subaltern in World War I, the Montréal-born Towers joined the Royal Bank of Canada as an economist, put in a stint at its Havana branch in Cuba, and then worked up to assistant general manager at the head office in Montréal. An authority on money matters, he had advised the government on Depression-related economic issues before becoming Governor.



Graham Towers n'a que 36 ans lorsqu'il accède, en 1934, à la tête de la toute nouvelle Banque du Canada. À défaut d'être un personnage connu, l'homme est déjà un banquier fort respecté et, au Canada comme à l'étranger, sa nomination suscite des manchettes élogieuses.

En fait foi un article publié dans le *Wall Street Journal*, qui titre « IL A LA CONFIANCE DE TOUS » et dans lequel on présente le nouveau gouverneur comme « un pur produit canadien, non seulement par sa naissance et sa formation, mais aussi par sa façon d'être et de penser ». La nomination emporte aussi l'« adhésion des plus enthousiaste » du célèbre humoriste canadien Stephen Leacock, qui avait compté M. Towers parmi ses étudiants à l'époque où il enseignait l'économie à l'Université McGill.

Après son service militaire, passé en France comme jeune subalterne pendant la Première Guerre mondiale, Graham Towers est embauché en tant qu'économiste par la Banque Royale du Canada, qui l'envoie quelque temps dans sa succursale de La Havane, à Cuba. Il gravit ensuite les échelons jusqu'à occuper le poste de directeur général adjoint au siège social de



Women Own 30,447 Shares of 100,000 In Bank of Canada

19,359 'Housewives' Form Largest Group of Stockholders. Return Tabled In House of Commons.

Women hold 30,447 of the total 100,000 shares of the Bank of Canada.

Finance Minister Dunning tabled a return in the House of Commons yesterday giving the distribution of shares by occupational groups in the Bank of Canada at the end of 1935.

It revealed by far the largest block of stock is held by "hou... who have 19,359 shares. 6,899, "nurses" 1,010, 3,179.

Occupational design... turn explains, were n... holders.

Under the name ... 7,057 shares are hel...

The complete list... groups follow:

Accountants, 1,9... architects, 263; ar... ists, 130; brokers, ... vants, 3,299; clerg... ors, 571; corpora... officials, 456; de... 3,460; domestic ... gineers, 1,757; ... tives, 5,069; far... 390; gentlemen... 447; housewive... 333; laborers, ... yers, 2,011; leg... 143; manufac... 230; mercha... newspapermen, ... nurses, 1,010; office workers; financial leaders felt over setting opticians, 57; policemen, 153; print... ers, 477; railway employes, 1,855;

Canadian Banking

G. T. Towers, Appointed Governor of New Central Bank, Considered Strong Leader

HAS CONFIDENCE OF ALL

From The Wall Street Journal *Montreal Bureau*

MONTREAL — Appointment of youthful Graham Ford Towers, assistant general manager of Royal Bank of Canada, to the key position, as governor, of new Central Bank of Canada, has largely dispelled whatever qualms

l'institution, situé à Montréal, sa ville natale. Celui qui dirigera la banque centrale du pays est appelé, en sa qualité d'expert des questions monétaires, à conseiller le gouvernement sur les enjeux économiques liés à la dépression.

Mince, élégant, facilement reconnaissable à ses lunettes à monture métallique, M. Towers sait traduire les dossiers financiers complexes en langage clair. En temps de guerre, il parvient à obtenir rapidement des résultats en contournant la bureaucratie.

Le gouverneur ne cesse d'étonner les journalistes par son attitude « chaleureuse et sans prétention », qui tranche avec celle, habituellement hermétique, de ses homologues, et par son aptitude à les mettre rapidement à l'aise. Il ira même jusqu'à inspirer une publicité au fabricant de la tablette de chocolat Sweet Marie.

Lorsque Graham Towers se retire en 1954, les médias le présentent comme l'exemple parfait de ce qu'on attend d'un banquier central. Dans un hommage paru dans *Le Droit*, on dit de lui qu'il a été le « premier » conseiller économique indépendant du pays.


water colour
water colour



Slim, natty, and wearing trademark wire-rimmed glasses, Towers could explain complex financial issues clearly, and, in wartime, get things done fast by cutting through bureaucratic red tape.

Reporters were invariably surprised at finding him "friendly and unpretentious" and quick to put them at ease. This was unlike the typically cloistered central banker of that era. The makers of Sweet Marie chocolate bars even focused an ad around him.

When Towers resigned in 1954, he was cited in the media as the perfect model of what a central bank governor should be. A tribute in *Le Droit* said he had been Canada's "premier" independent economic adviser.

Afterwards, Towers joined the boards of several companies, including General Motors Corporation, and became Chairman of Canada Life Assurance Company, Montréal. That gave him a platform for speaking out on financial and economic issues. He often warned of the consequences of imprudent government spending.

Towers died on 4 December 1975. "The passing of a great Canadian," said an article by noted Canadian author and journalist Bruce Hutchison, who described Towers as "warm, sensitive and witty" and said he had [in Canada] "perhaps the finest mind of his time."

M. Towers siégera ensuite au conseil d'administration de diverses entreprises, dont General Motors, et assumera la présidence du conseil de La Compagnie d'Assurance du Canada sur la Vie, établie à Montréal. Il y trouve une tribune où il peut se prononcer sur les enjeux financiers et économiques, et il n'hésite pas à sonner l'alarme sur les conséquences de dépenses inconsidérées de l'État.

Graham Towers s'éteint le 4 décembre 1975. « Un grand Canadien nous a quittés », titre un article de l'éminent auteur et journaliste canadien Bruce Hutchison, qui décrit l'ex-gouverneur comme un homme « chaleureux, sensible et spirituel », ajoutant qu'il était « sans doute [au Canada] le plus grand esprit de son époque ».

Une opération gigantesque

contribuable dont le rôle n'est pas
mprendre" les opérations financiè-
uxquelles se livre le Gouvernement
e tel — qu'il soit bleu, rouge, vert,
ou caille — mais de "souscrire",
oute la mesure du possible, lorsqu'on
icite, ne peut, depuis quarante-huit
s, que constater qu'il se passe quel-
hose de nouveau, quelque chose de
tesque, au royaume des experts.
quoi rime ce nouveau ? Peut-on con-

bles en nouvelles obligations à longue échéance à intérêt de 4½, de 4¼, de 3¾ et de 3 p. 100, selon que l'emprunt sera plus ou moins à long terme, mais dans tous les cas, non rachetable. Afin d'attirer les emprunteurs et de convaincre les contribuables de p... de nouveau à l'Etat on offre une s... ble tout de suite, à ...

On annonce, de p... re aux besoins les p... nistration, l'Etat ...



. . . Too Good To Miss!

WHY COYNE WAS ASKED TO RESIGN



by MICHAEL BARKWAY

Showdown Is Near Over Tight Money

By PETER DEMPSON
Telegram Staff Reporter

OTTAWA—The widening rift between the Government and the Bank of Canada over "tight money" is headed for a showdown Tuesday and may result in the resignation of governor James E. Coyne.

Projet d'emprunt le plus vaste de l'histoire du pays

Sound growth needs sound money-Coyne

2

THE BANK AND THE GOVERNMENT

Clarifying Independence

When demand and prices for Canadian resources swelled in the early 1950s, the Bank began to take on a larger anti-inflation role. But, disconcertingly, by the end of the decade, it was embroiled in a very public clash between James Coyne, its Governor, and John Diefenbaker's Conservative government.

Known as "the Coyne Affair," this electrifying conflict stirred up debate on economic and monetary policy and ended with the government forcing out the Governor in 1961.

As Deputy Governor before succeeding Graham Towers in 1955, Coyne had been instrumental in developing a more efficient short-term Canadian money market, and advocated a floating exchange rate for the dollar. He was dead against "creeping inflation" (then considered to be 2 per cent to 3 per cent a year) and believed that government budgets generally should be balanced.

LA BANQUE ET LE GOUVERNEMENT

L'indépendance mise au clair

Lorsque la demande et les prix des ressources canadiennes explosent au début des années 1950, la Banque commence à jouer un plus grand rôle sur le front de la lutte contre l'inflation. Il sera déconcertant, à la fin de la décennie, de voir ce rôle accru faire l'objet d'un différend très médiatisé entre le gouverneur James Coyne et le gouvernement conservateur de John Diefenbaker.

Surnommé « l'affaire Coyne », cet affrontement électrisant soulève un débat au sujet de l'économie et de la politique monétaire, qui se termine par la démission forcée du gouverneur en 1961.

Avant de succéder à Graham Towers en 1955, M. Coyne, alors sous-gouverneur, joue un rôle déterminant dans le développement d'un marché monétaire canadien à court terme plus efficient, et plaide en faveur d'un taux de change flottant pour le dollar. Il s'oppose farouchement à l'« inflation rampante » (soit, à l'époque, entre 2 et 3 % par année) et estime qu'en règle générale, le gouvernement doit équilibrer les finances publiques.

On becoming Governor, Coyne initiated more active monetary policy. This included allowing the Bank Rate to float with the treasury bill rate and slowing money-supply growth to cool inflation after the resource-led economy rebounded from a short 1954 downturn. There were complaints about the Bank pursuing a "tight-money" policy. Coyne denied this, saying he was implementing "sound-money" measures.

This interpretation drew a rebuke from Finance Minister Donald Fleming, but other than on this occasion, the government never publicly criticized the Bank's monetary policy (it was a different matter in closed Cabinet meetings). Fleming also stated that the government was not responsible for the Bank's monetary policy actions. This set off fresh debate about the central bank's independence.

The prime financial event for the Bank during this period occurred in 1958, when it acted as the government's agent in the exchange of $6.4 billion of existing federal bonds for new ones on more generous terms. The bulk of the wartime Victory Bonds

"Patience under moderate restraint now is the wise course,

for the only alternative is a real curb or real trouble later on."

—The Financial Post*, 17 December 1955*

Une fois gouverneur, M. Coyne met en œuvre une politique monétaire plus active. Par exemple, la Banque permet au taux d'escompte de varier en fonction du taux des bons du Trésor, et elle réduit le rythme d'expansion de la masse monétaire pour freiner l'inflation après que l'essor des ressources naturelles eut relancé l'économie à la suite d'un bref ralentissement en 1954. On se plaint que la Banque mène une politique monétaire « restrictive ». Le gouverneur s'en défend et soutient plutôt qu'il applique des mesures favorisant une « monnaie saine ».

Outre les reproches que cette interprétation suscite de la part du ministre des Finances, Donald Fleming, le gouvernement ne critiquera jamais publiquement la politique monétaire de la Banque (il en ira différemment pendant les réunions du Cabinet tenues à huis clos). Le ministre Fleming déclare même que le gouvernement n'est pas responsable des mesures de politique monétaire de la Banque, propos qui relancent le débat sur l'indépendance de la banque centrale.

L'événement financier marquant de cette période survient en 1958 : la Banque, en tant qu'agent du gouvernement fédéral, échange alors des obligations existantes d'une valeur totale de 6,4 milliards de dollars contre de nouvelles, assorties de conditions plus généreuses. La plus grande partie des obligations


CANADIAN DOLLAR
WORTH $1-05½
IN RELATION TO USA DOLLAR 1957
WORLD CURRENCIES
FRIDAY'S SHOPPING LIST
-and a shrinking RUNT on the HOME FRONT!
PUFF
PUFF
OUR DOLLAR
WORTH ABOUT 80¢ IN RELATION TO 1949 DOLLAR

« [L]es ministres [...] demandent, en effet, aux Canadiens de leur prêter la toute modeste somme de 6 milliards 400 millions [...] [L]e premier ministre déclarait, en marge de cette nouvelle politique, que l'on entend souvent dire que les peuples et les gouvernements sont capables de réaliser, en temps de guerre, ce qui devient impossible en temps de paix. Il ne faut pas qu'il en soit ainsi, ajoutait M. Diefenbaker. Prouvons le contraire en se lançant dans cette entreprise avec la même détermination et le même esprit que ceux dont nous avons fait preuve au cours des deux dernières grandes guerres! »

— Pierre Chaloult,* Le Droit*, Ottawa, le 16 juillet 1958

would soon mature. The government wanted to eliminate a huge debt overhang and reduce potential inflationary pressures.

Fleming offered bondholders a cash payment and an interest rate of 4½ per cent (up from 3 per cent) to convert to new 25-year bonds. No previous Canadian government bond issue had been as large or as costly as the 1958 Canada Conversion Loan. "What do [Canadians] think of a government refunding which converts billions in bonds from a lower to a higher rate of interest?" said a *Vancouver Sun* editorial. "Governments usually do the opposite."


Tories Urge More Control
By Parliament Over Bank

de la Victoire sont sur le point d'arriver à échéance, et le gouvernement veut éliminer cette épée de Damoclès et réduire d'éventuelles pressions inflationnistes.

Le ministre Fleming offre aux détenteurs d'obligations un paiement en espèces et un taux d'intérêt de 4 1/2 % (au lieu du taux en vigueur de 3 %) s'ils échangent leurs titres contre de nouveaux, d'une durée de 25 ans. Aucun gouvernement canadien n'avait encore procédé à une émission d'obligations aussi vaste et aussi coûteuse que l'emprunt de conversion de 1958. « Que pensent [les Canadiens] d'un programme de refinancement public où l'on convertit des milliards de dollars d'obligations à bas taux en obligations à taux bonifié? », demande un éditorialiste du *Vancouver Sun*. « Habituellement, les gouvernements font le contraire. »

The conversion loan was successful, supported by an extensive publicity campaign that some critics called "hucksterism." Easier monetary conditions also helped. But afterwards, interest rates rose to record levels as the Bank stopped supporting bond prices and worried about inflation.

In late 1960, a group of Canadian university economists accused Coyne of being obsessed with inflation and urged Fleming to change the Bank's management "without delay." The commercial banking community was unhappy, too, over what it considered the Governor's intrusions into its lending policies. There were demands to curb the central bank's independence. The *Calgary North Hills News* said it "should be under the direct control of the government. Anything else makes nonsense of democracy."

It was Coyne's implied criticism of government policy in a series of speeches through 1960, though, that seems to have most upset the government. And in May 1961, Fleming asked him to resign. His reasons included speeches at odds with government policy, loss of confidence in the Bank by financial institutions, and generous pension arrangements for the Governor (that had been approved the year before by the Bank's Board of Directors, the majority of whom were the government's own appointees).

L'emprunt de conversion est couronné de succès grâce à une énorme campagne de publicité que certains critiques associent à du « colportage », mais aussi à la faveur d'un assouplissement des conditions monétaires. Cependant, les taux d'intérêt remontent ensuite à des niveaux records lorsque la Banque cesse de soutenir les cours obligataires et commence à s'inquiéter de l'inflation.

Vers la fin de 1960, un groupe d'économistes de diverses universités canadiennes accuse James Coyne d'être obsédé par la lutte contre l'inflation et exhorte Donald Fleming à modifier « sans tarder » la Haute Direction de la Banque. Le mécontentement se fait également sentir parmi les banques commerciales, qui considèrent que le gouverneur s'ingère dans leurs politiques de crédit. On réclame aussi que l'indépendance de la banque centrale soit réduite. Le *Calgary North Hills News* écrit que la Banque « devrait relever directement du gouvernement, sans quoi la démocratie sera bafouée ».

Tout au long de 1960, le gouverneur Coyne prononce une série de discours où il critique implicitement les politiques publiques, et ce sont ces propos qui semblent irriter le plus le gouvernement. En mai 1961, le ministre Fleming demande à M. Coyne de démissionner. Il invoque entre autres les divergences de vues de ce dernier avec les autorités au pouvoir, la perte de confiance des institutions financières envers la Banque et la généreuse rente de retraite du gouverneur (laquelle avait été approuvée l'année précédente par le Conseil d'administration de la Banque, dont les membres avaient été nommés pour la plupart par le gouvernement lui-même).

Coyne responded with a statement saying: “I cannot and will not resign quietly.”

Fleming’s June 1961 budget set a record peace-time deficit. It also announced a Royal Commission on Banking and Finance headed by Dana Porter, a highly regarded Ontario jurist. (A few years later, its groundbreaking recommendations would clarify the Bank’s relationship with the government and lead to legislative changes that created a more competitive and efficient Canadian financial sector.)



À cela, M. Coyne répond : « Il est tout simplement hors de question que je démissionne sans faire de vagues. »

Le budget déposé par le ministre Fleming en juin 1961 prévoit un déficit sans précédent en temps de paix et annonce la création de la Commission royale d’enquête sur le système bancaire et financier, qui sera présidée par Dana Porter, éminent juriste ontarien. (Quelques années plus tard, les recommandations révolutionnaires de cette commission viendront mettre au clair la relation de la Banque avec le gouvernement et mèneront aux modifications législatives grâce auxquelles le secteur financier canadien gagnera en compétitivité et en efficience.)

La veille de la présentation du budget, James Coyne publie son propre programme économique avant de se rendre au festival shakespearien de Stratford, en Ontario. Ces suggestions, qu’il avait adressées plus tôt cette année-là au ministre, comprennent l’imposition temporaire d’une surtaxe de 10 % sur les biens importés ainsi que la création de nouvelles taxes de vente.

Le ministre affirme que le point de vue de M. Coyne est « incompatible » avec celui du gouvernement. Il fait adopter précipitamment par la Chambre des communes un projet de loi d’à peine 21 mots qui déclare vacant le poste de gouverneur de la Banque. Le refus qu’il oppose au gouverneur Coyne, qui demande à comparaître devant un comité parlementaire, provoque le désaccord du *Toronto Star* : « L’intendance de la Banque […] est l’affaire de tous », peut-on y lire.

"Mr. Coyne, over several years, spoke in a way that was sure to alienate the government. He couldn't reasonably expect to retain a public post of great honour and high reward while consistently proclaiming a viewpoint that was critical of government policy. The government, for its part, assumed an absurd posture. It denied responsibility for monetary policy and defended Mr. Coyne's right to make these speeches, then it turned on him with a savage fury for making policy and making speeches."

—Christopher Young,* Southam News Services, *7 July 1962

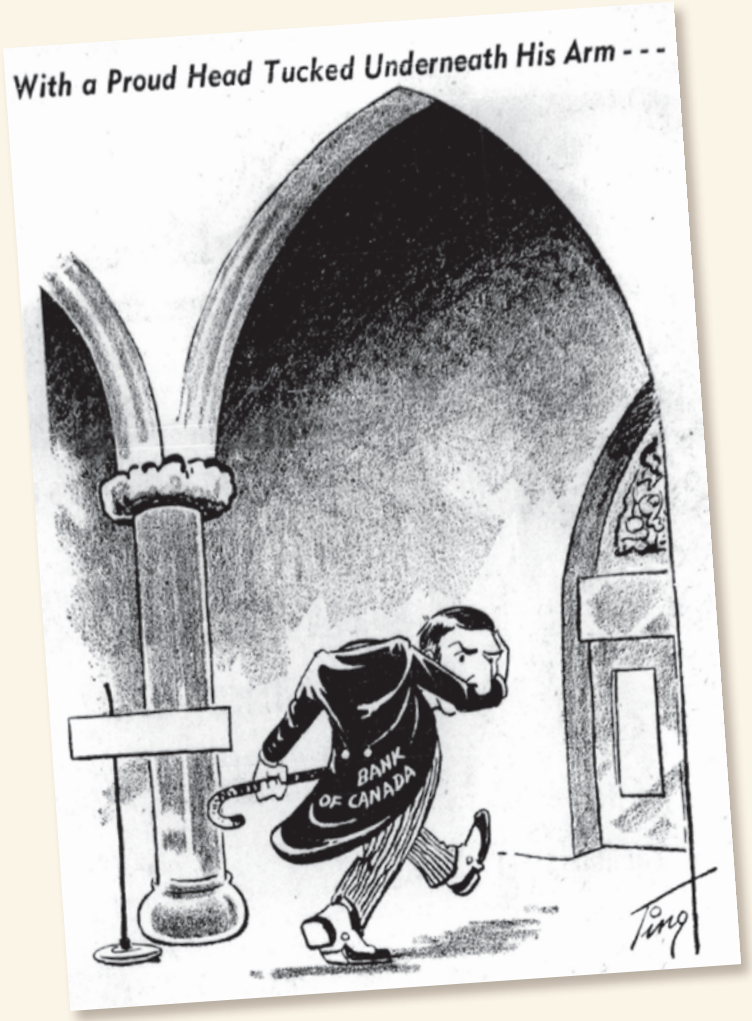
On the eve of the budget, Coyne released his own economic plan, and then drove off to the Shakespeare Festival in Stratford, Ontario. The Governor's proposals, provided earlier in the year to Fleming, included a temporary 10 per cent surcharge on imported goods and new sales taxes.

Fleming declared Coyne's views "incompatible" with those of the government, and rammed a 25-word bill through the House of Commons declaring the Governor's position vacant. His refusal of Coyne's request to appear before a parliamentary committee didn't go down well with the *Toronto Star*. "The governorship of the Bank . . . is everybody's business," it said.



Le Sénat, à majorité libérale, permet néanmoins à M. Coyne de plaider sa cause devant l'un de ses comités. « Sans défaillance, calme, digne et poli » : c'est ainsi qu'un article de *La Presse* décrit le gouverneur au cours de son témoignage de près de six heures. Le Sénat disculpe M. Coyne et rejette le projet de loi.

But the Liberal-dominated Senate allowed Coyne his "day in court" before one of its committees. A report in *La Presse* described him as "unflinching, calm and full of dignity" as he spoke for nearly six hours. The Senate exonerated Coyne and rejected the bill.



« Sans défaillance, calme, digne et poli, il a parlé pendant près de six heures, présentant tout d'abord deux longs plaidoyers puis, répondant aux questions des sénateurs. Devant son attitude, on a l'impression que le gouvernement a mal manœuvré en réclamant sa démission [...] il aurait dû attendre patiemment l'expiration de son mandat en décembre et ne pas le renouveler. Le tout aurait passé avec moins de bruit. »

— Marcel Gingras,* La Presse*, Montréal, le 11 juillet 1961

Le gouverneur remet aussitôt sa démission, non sans préciser que son combat avait visé à préserver son propre honneur et l'intégrité de la Banque. La Presse Canadienne le nomme personnalité de l'année. Aux élections de l'année suivante, le gouvernement perd sa majorité.

Aux yeux des commentateurs qui se prononceront après coup, cette affaire aura des effets néfastes de longue durée sur la maîtrise des prix au Canada en faisant taire un avocat de la lutte contre l'inflation. Elle permettra toutefois de lever certaines ambiguïtés quant à l'autonomie de la Banque sur le plan opérationnel.

Le sous-gouverneur Louis Rasminsky, qui succède à James Coyne, insiste pour que la relation de la Banque avec le gouvernement soit mise au clair. Il en ressort une « doctrine de la double responsabilité », qui sera intégrée à la *Loi sur la Banque du Canada* avec d'autres modifications découlant du rapport que dépose la Commission Porter en 1964.

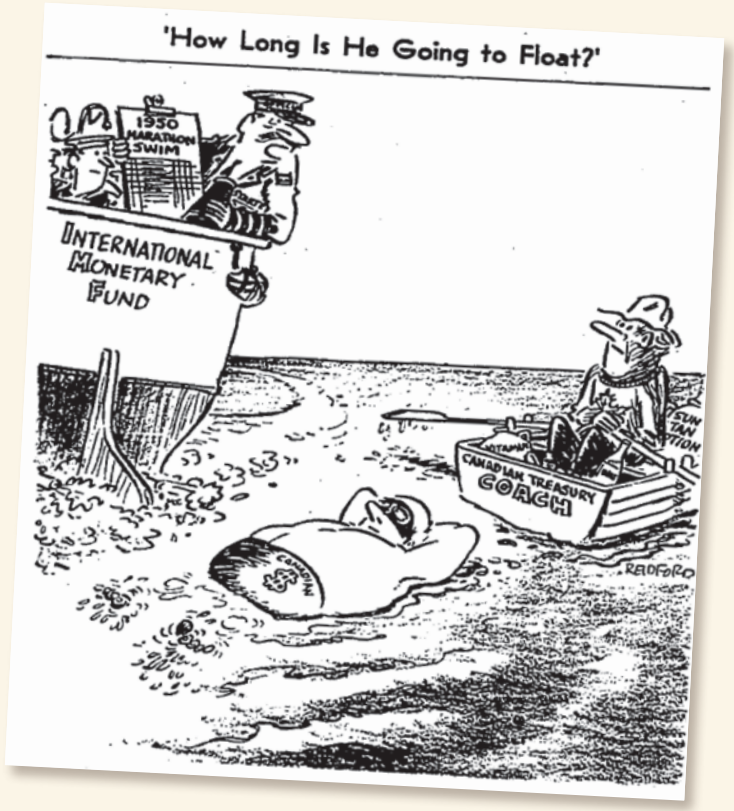
Resigning immediately afterwards, Coyne said his fight had been to protect his own personal honour and the Bank's integrity. The *Canadian Press* named him newsmaker of the year. In the next year's election, the government lost its majority.

In the view of later commentators, the affair had long-lasting adverse effects on subduing price increases in Canada because it silenced a strong anti-inflation voice. It did, however, clarify some ambiguities regarding the Bank's operational autonomy.

Coyne's replacement, Louis Rasminsky, who had been Deputy Governor, insisted that the Bank's relationship with the government be spelled out more clearly. This resulted in a "doctrine of dual responsibility" as part of the Bank of Canada Act changes that flowed from the Porter Commission's 1964 report.

These amendments stated that the Bank was responsible for the conduct of monetary policy (such as setting benchmark interest rate levels). But if the government disagreed with the central bank's actions, it could issue a public, written directive that the Bank would have to follow. It would be understood, though, that if the Governor disagreed, the only option would be to resign. Since the Coyne altercation, this has never happened, although there have inevitably been tensions from time to time.

Aux termes de la loi modifiée, la Banque est responsable de la conduite de la politique monétaire (elle établit notamment les taux d'intérêt de référence). Mais si le gouvernement est en désaccord avec les mesures prises par la banque centrale, il peut donner par écrit des instructions qui seront publiées et que la Banque devra suivre. Il est cependant entendu que, si le gouverneur s'oppose aux instructions, il n'a d'autre choix que de démissionner. Depuis l'« affaire Coyne », le cas ne s'est jamais présenté, malgré les tensions inévitables qui se sont fait sentir par moments.



James Coyne

1955–1961

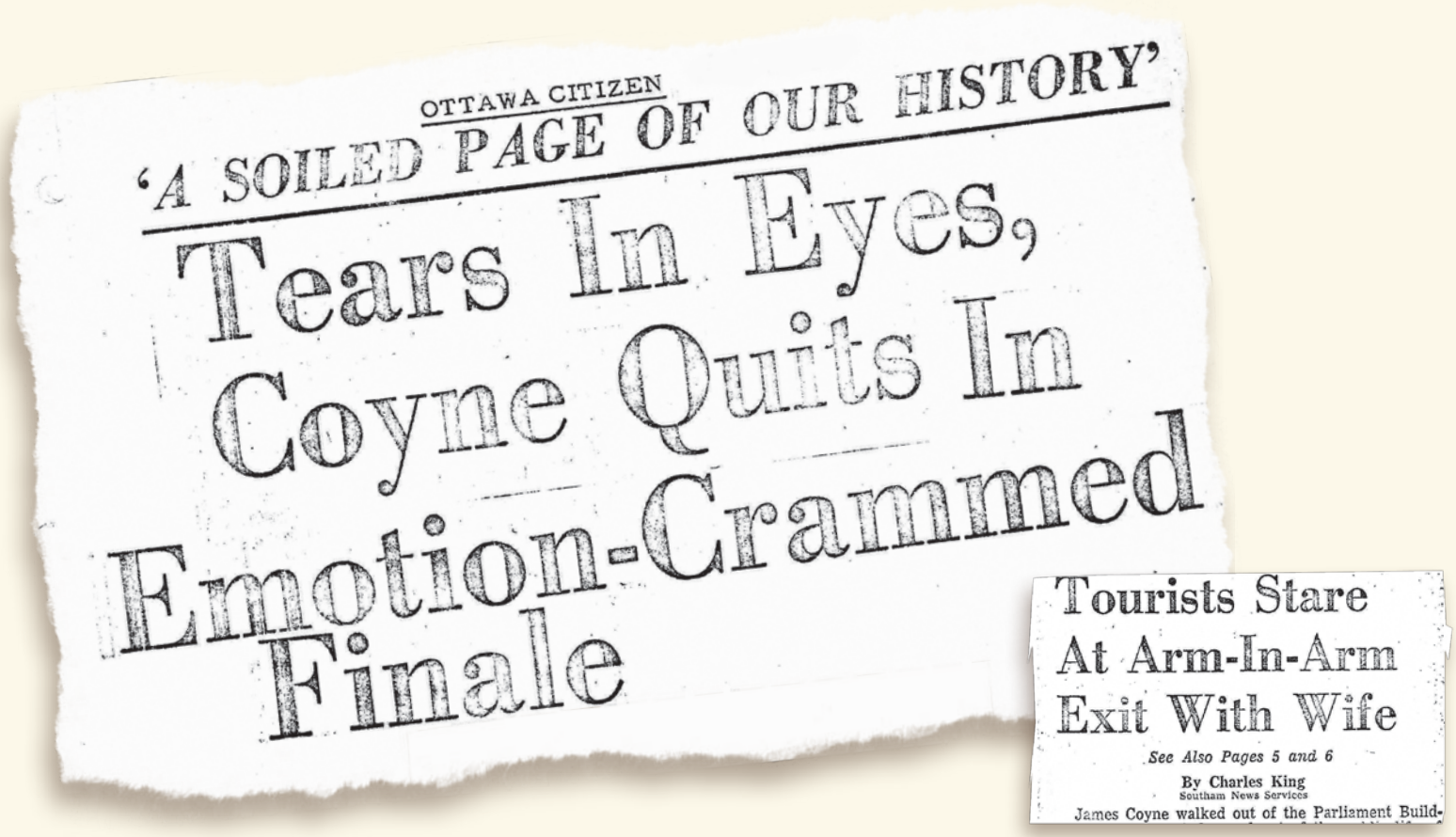
James Coyne was praised by the press in 1955 when, at 44, he became the Bank's second Governor. Just a few years later, he was one of the most controversial public officials in Canada. "Panned, pilloried and made a pariah," said the *Toronto Telegram* in 1960. He resigned on 13 July 1961, after a nasty dispute with John Diefenbaker's Conservative government.

Born in Winnipeg and trained as a lawyer, Coyne was a Rhodes Scholar at Oxford University (for whom he played hockey). He joined the Bank's Research Department in 1938, and later had postings that included Canada's Foreign Exchange Control Board, the Canadian Embassy in Washington, and the Wartime Prices and Trade Board. After serving in the Royal Canadian Air Force from 1942 to 1944, he returned to the Bank as Executive Assistant to Governor Towers and then Deputy Governor in 1950.



La presse fait l'éloge de James Coyne en 1955 lorsque, à l'âge de 44 ans, il devient le deuxième gouverneur de la Banque. À peine quelques années plus tard, il est l'un des hauts fonctionnaires les plus controversés du Canada. « Rôti à la broche, mis au pilori et relégué au rang de paria », commente le *Toronto Telegram* en 1960. Il remet sa démission le 13 juillet 1961, après un différend acrimonieux avec le gouvernement conservateur de John Diefenbaker.

Né à Winnipeg, M. Coyne a une formation d'avocat. Lauréat d'une bourse Rhodes à l'Université d'Oxford (où il fait partie de l'équipe de hockey), il entre au département des Recherches de la Banque en 1938. Il occupe ensuite divers postes à la Commission de contrôle du change étranger du Canada, à l'ambassade canadienne à Washington et à la Commission des prix et du commerce en temps de guerre. Après avoir servi dans l'Aviation royale du Canada de 1942 à 1944, il retourne à la Banque à titre d'adjoint exécutif du gouverneur Towers et est nommé sous-gouverneur en 1950.



OTTAWA CITIZEN

'A SOILED PAGE OF OUR HISTORY'

Tears In Eyes, Coyne Quits In Emotion-Crammed Finale

Tourists Stare At Arm-In-Arm Exit With Wife

See Also Pages 5 and 6

By Charles King
Southam News Services

James Coyne walked out of the Parliament Build-

Coyne was known as a proud "economic nationalist." He was wary of growing foreign ownership (which then accounted for two-thirds of Canadian mining and manufacturing). He advocated higher domestic savings and argued against too much borrowing abroad.

Relations between Coyne and the Diefenbaker government became increasingly difficult over time, as he argued publicly for tighter credit conditions to control inflation and urged greater government fiscal prudence.

M. Coyne a la réputation d'être un fier « nationaliste économique ». Il voit d'un mauvais œil la propriété étrangère grandissante (qui compte alors pour les deux tiers des secteurs minier et manufacturier du pays). Il prône une hausse de l'épargne intérieure et se déclare contre les emprunts trop élevés à l'étranger.

Ses relations avec le gouvernement Diefenbaker se détériorent avec le temps, le gouverneur défendant publiquement le resserrement des conditions de crédit afin de maîtriser l'inflation et recommandant plus de prudence au gouvernement en matière budgétaire.



When the finance minister asked him to resign, Coyne had many staunch supporters—the "underdog" sympathy, said a *Vancouver Sun* columnist. Still, the prevailing view was that he brought about his own misfortune. "Out of touch," was the headline in the *Fredericton Daily Gleaner*.

There was no doubting Coyne's ability, principles, and brilliance of mind, but he had "no political savvy," some commentators noted. His brusque go-it-alone style also put many off. Yet newspapers such as the *Financial Post* lauded Coyne's "loud and powerful cry for the survival of Canada as a separate nation" and gave his speeches fulsome coverage.

Lorsque le ministre des Finances demande à James Coyne de démissionner, un concert de voix s'élève pour appuyer ce dernier : la sympathie va au « perdant », remarque un chroniqueur du *Vancouver Sun*. De l'avis général, néanmoins, on le considère comme seul responsable de sa propre infortune. « Coupé de la réalité », titre le *Fredericton Daily Gleaner*.

Coyne blamed Diefenbaker for being the "evil genius" behind the row, but he himself had been called many derogatory names (such as "a communist in sheep's clothing"). When Coyne resigned after a Senate committee declared he "did not misconduct himself," he told reporters that he had no regrets about his stand—"none whatever." Later that day, the Bank's staff gave him a medallion with the inscription: "Presented to James Elliott Coyne by his staff for courage and integrity in defence of the office of Governor of the Bank of Canada, June–July 1961."

Controversy followed Coyne into his later private sector activities. He joined a Winnipeg law firm, took up corporate directorships and executive positions, and was involved in a regional bank start-up that never got off the ground.



Nul ne met en doute les capacités, les principes ni l'intelligence du gouverneur, mais selon certains observateurs, il n'a « aucun sens de la politique ». Beaucoup trouvent déplaisantes sa brusquerie et sa manière de faire cavalier seul. Des journaux tels que le *Financial Post* applaudissent malgré tout à « son cri, poussé haut et fort, en faveur de la survie du Canada comme nation distincte » et couvrent abondamment ses discours.

M. Coyne reproche à John Diefenbaker d'être le « génie malfaisant » à l'origine du conflit, mais lui-même avait essuyé bon nombre d'injures (dont celle d'être un « communiste déguisé en agneau »). Quand il remet sa démission après qu'un comité du Sénat eut déclaré qu'il « ne s'est pas mal conduit », James Coyne explique aux journalistes qu'il n'éprouve « absolument aucun regret » d'avoir pris position. Plus tard le même jour, le personnel de la Banque lui remet un médaillon dont l'inscription se traduit ainsi : « Offert à James Elliott Coyne par ses employés, en reconnaissance du courage et de l'intégrité dont il a fait preuve en défendant la fonction de gouverneur de la Banque du Canada en juin et juillet 1961 ».

La controverse suivra James Coyne jusque dans les activités qu'il mènera ultérieurement dans le secteur privé. Il intègre un cabinet d'avocats de Winnipeg, occupe des postes d'administrateur ou de cadre dans diverses sociétés et travaille au lancement d'une banque régionale qui n'ouvrira jamais ses portes.



Restoring Confidence In The Bank

Many believe Mr. Louis Rasminsky will succeed in the task of reconstruct made necessary by the midsummer crisis of the Coyne affair

SHUNS PUBLICITY

Rasminsky, the Quiet Man Must Heal Bank Wounds

OUR DOLLAR DEVALUED NOW PEGGED AT 92.5 U.S.

OTTAWA—(CP)—The Canadian governm... faced by a continued heavy drain on it...

Nouvelles mesures pour contrer les attaques sur le dollar canadien

par Pierre-C. O'Neil

OTTAWA — Quelques heu... seulement avant d'ouvrir ...ier sur en chambre le débat ...ur les nouvelles résolutions ...udgétaires qu'il présente au ...arlement, le ministre des fi... ...ances M. Mitchell Sha... dissait mercredi qu'il a été à l'origine de certaines incertitudes quant à l'avenir de l'économie canadienne, le ministre des finances a négocié avec les États-Unis une ... cier des crédits de réserve additionnels de l'ordre de $900 millions dont $500 millions proviennent de la Banque d'export-import, des ... être tirés des crédits offerts par la Banque d'export-import seraient remboursables deux ans après leur ...

3

TO FLOAT OR NOT TO FLOAT

Freeing Up the Canadian Dollar

When Louis Rasminsky became Governor in 1961 after James Coyne's resignation, his immediate job was to restore internal morale and rebuild what a report in the *Calgary Albertan* called the Bank's "shattered prestige."

On the monetary policy side, the sinking Canadian dollar was a prime concern. Unlike other major currencies, it had floated freely since 1950 and had stayed mainly above par in terms of U.S. funds. But it declined markedly at the turn of the decade, after the government expressed its preference for a substantial discount. This drop in the dollar was regarded by outside observers as adopting a "managed" flexible exchange rate regime—market interventions that were more than just smoothing out trading fluctuations. But this was not a description used by the Bank.

FLOTTER A, FLOTTER A PAS?

La libération du dollar canadien

Dès sa nomination à titre de gouverneur, après la démission de James Coyne en 1961, Louis Rasminsky s'emploie à redonner le moral au personnel et à redorer le « blason terni » de la Banque, pour reprendre l'expression du *Calgary Albertan*.

Sur le plan de la politique monétaire, la dégringolade du dollar canadien est au centre des préoccupations. Contrairement à d'autres grandes monnaies, le dollar flotte librement depuis 1950 et se tient généralement au-dessus de la parité avec son pendant américain. Il connaît toutefois un recul prononcé au tournant de la décennie, après que le gouvernement eut fait connaître sa préférence pour une décote marquée. Aux yeux des observateurs, ce déclin correspond à l'adoption d'un régime de flottement « dirigé », c'est-à-dire d'interventions sur le marché qui dépassent la simple atténuation des fluctuations du taux de change. Ce n'est pas l'interprétation qu'en donne la Banque.

"By moving decisively to bring order and stability into Canada's foreign exchange rate, Finance Minister Fleming displayed political courage of a high order. No politician can relish having to show that he has changed his mind on such a basic issue just on the eve of a general election."

—The Financial Post, *12 May 1962*

In late 1961, the dollar was down to 95 cents U.S. Acting as the minister of finance's agent, the Bank bought Canadian dollars to stem the fall. After another speculative run on the dollar, it was pegged at 92.5 cents U.S. (with a fluctuation band of ± 1 per cent) in a dramatic May 1962 midnight announcement by Finance Minister Donald Fleming—right in the middle of an election campaign. The government followed up with austerity measures and around US$1 billion in standby credit lines from institutions such as the International Monetary Fund (IMF), and U.S. and British central banks. These would be drawn on, if necessary, to support the dollar within its new, narrow band.

À la fin de l'année 1961, le dollar ne vaut plus que 95 cents É.-U. Agissant au nom du ministre des Finances, la Banque achète des dollars canadiens pour en freiner la chute. Après une autre attaque spéculative contre le dollar, la valeur de celui-ci est fixée à 92,5 cents É.-U. (avec une marge de fluctuation de plus ou moins 1 %). L'annonce est faite de façon spectaculaire en mai 1962 dans un communiqué diffusé sur le coup de minuit par le ministre des Finances, Donald Fleming, au beau milieu d'une campagne électorale. Le gouvernement prend alors des mesures d'austérité et se procure, auprès d'institutions comme le FMI et les banques centrales américaine et britannique, des lignes de crédit renouvelables avoisinant 1 milliard de dollars É.-U. Celles-ci permettront, au besoin, de soutenir le dollar et de veiller à ce qu'il demeure dans sa nouvelle marge étroite.





"It is clear that even the most imaginative and appropriately executed monetary and debt policies will not allow the country to achieve or even approach its economic goals unless other instruments of government policy are also brought into play."

—The 1964 (Porter) Royal Commission on Banking and Finance

1964 · · REPORT OF THE

ROYAL COMMISSION ON

BANKING AND FINANCE





New Diefendollar Is In Circulation

L'inflation nous menace

nomistes et les financiers cana-
occupent beaucoup du phéno-
nflation qui prévaut actuelle-
a d'ailleurs quelques années
uiète de cette tendance et les
s jusqu'à maintenant pour
uées par trop de timidité et
n'ont pas réussi à freiner
les progrès de cette mala-
maladie qui se compare,
à celle de la suralimen-

nomie si les restrictions ne parvienne
pas à enrayer l'inflation.

La situation est sérieuse pour not
pays car il est à craindre que les coûts
les prix dépassent ceux des pays avec le
quels nous transigeons ou des pays co
currents, de sorte que nous nous exposon
à perdre d'importants marchés. Sur l
plan intérieur, nous risquons de voir notre
marché envahi par des produits étranger
qui sont déjà trop nombreux.



Rasminsky on retirement forecasts growing prosperity; pained by jobless rate

By JOHN ROLFE
Globe and Mail Reporter

OTTAWA — Bank of Canada Governor Louis Rasminsky retires today at 65 confident—as official figures will soon indicate—the economy is gathering momentum, with even greater prosperity to come.

But a source of pain and possibly some regret to austere, white-haired Mr. Rasminsky is the continuing phenomenon of concurrently high employment and high inflation.

As governor of the central bank for the past 12 years, he has had to shoulder one of the most onerous and difficult

But under this last regime a large part of the attention of the community gets diverted from real growth in output to respective shares—to making sure no one gets left behind. As a result, real and lasting economic progress suffers.

Since 1966 and possibly before, Mr. Rasminsky has repeatedly cautioned about exclusive reliance on the orthodox instruments of fiscal and monetary policy in official attempts to avoid inflation while maximizing production.

The costs, in his view, of such an approach may be too high in terms of unemployment—largely because of the

THE GOVERNOR'S ROLE

The devaluation put "Diefenbucks" into the Canadian lexicon. The Diefenbaker Conservatives were re-elected, but with a shaky minority.

"A courageous thing to do," said the *Woodstock Sentinel Review* (Ontario) of the devaluation, which appealed to many Canadian businesses because it made exports more competitive. But *Barron's,* the premier U.S. financial weekly, warned that the dollar's "joyride" would be costly.

The IMF welcomed Canada back into its fixed-rate currency camp. But a campaign to float the dollar again was led by Earle McLaughlin, the respected chairman and president of the Royal Bank of Canada. Eric Kierans, then president of the Montréal and Canadian Stock Exchanges, was also for freeing the dollar. Another proponent was Canadian economist Robert Mundell, a future Nobel Laureate, who said in a 1964 article in the U.S. *National Banking Review* that this would be "the best solution for the Canadian economy at the present time."

C'est à cette dévaluation que l'on doit l'apparition d'un nouveau terme dans le vocabulaire canadien : « Diefendollar ». Les conservateurs de Diefenbaker sont réélus, mais formeront un gouvernement minoritaire fragile.

« Un geste courageux », souligne la *Woodstock Sentinel Review* (publication ontarienne) en parlant de la dévaluation, qui ravit bon nombre d'entreprises canadiennes, car elle rend leurs produits plus concurrentiels sur le marché de l'exportation. *Barron's*, principal hebdomadaire financier des États-Unis, prévient cependant que la « virée » du dollar canadien coûtera cher.

Le FMI est heureux de voir le Canada revenir dans le camp des pays dotés d'un régime de changes fixes. Mais Earle McLaughlin, le très respecté président du conseil et président de la Banque Royale du Canada, fait campagne pour qu'on laisse de nouveau flotter le dollar. Son point de vue est partagé par Eric Kierans, alors président de la Bourse de Montréal et de la Bourse canadienne, et par l'économiste canadien Robert Mundell, futur lauréat du prix Nobel, qui, dans un article paru en 1964 dans le périodique américain *National Banking Review*, estime qu'il s'agit de « la meilleure solution pour l'économie canadienne actuellement ».

"If the present government is re-elected to continue its management for another five years, we shall be fortunate indeed if our dollar can be held at 92½ cents. As demonstrated twice in ten months, Mr. Fleming's dollars, policies and promises are subject to change and reversal without notice."

—Victoria Daily Times, *4 May 1962, referring to Finance Minister Donald Fleming*

By 1968, as wages and prices escalated, another crisis loomed. The Bank Rate had been steadily raised since the mid-1960s. Interest rates were the highest they had ever been. Federal government budget deficits kept piling up.

Newspapers published rumours that Rasminsky had told the federal Cabinet that the Bank couldn't increase the money supply any further to help lower interest rates, because it was trying to hold the line against rising inflation.

As jobless numbers climbed, the Bank came under fire. So did the Liberal government led by Pierre Trudeau, which in 1968 had won a majority and the next year set up a Prices and Incomes Commission. Rasminsky argued that ending restraint would be premature, because inflationary psychology had to be broken. This led David Lewis, the New Democratic Party leader, and an old friend of Rasminsky, to demand that the Governor be fired.

En 1968, une autre crise financière point à l'horizon. Les salaires et les prix s'envolent, le taux d'escompte augmente régulièrement depuis le milieu des années 1960, les taux d'intérêt n'ont jamais été aussi élevés et les déficits budgétaires du gouvernement fédéral ne cessent de s'accumuler.

Selon les rumeurs publiées dans les journaux, Louis Rasminsky aurait déclaré au Cabinet fédéral que la Banque ne pouvait accroître encore la masse monétaire pour faire baisser les taux d'intérêt, car elle s'efforçait de contenir l'inflation.

Alors que le taux de chômage monte, la Banque essuie des tirs de toutes parts, tout comme le gouvernement libéral de Pierre Elliott Trudeau, qui remporte la majorité en 1968 et, l'année suivante, met sur pied la Commission des prix et des revenus. M. Rasminsky soutient qu'il serait prématuré de mettre fin aux restrictions, parce qu'il faut d'abord briser la mentalité inflationniste. David Lewis, chef du Nouveau Parti démocratique et ami de longue date du gouverneur, exige le congédiement de ce dernier.

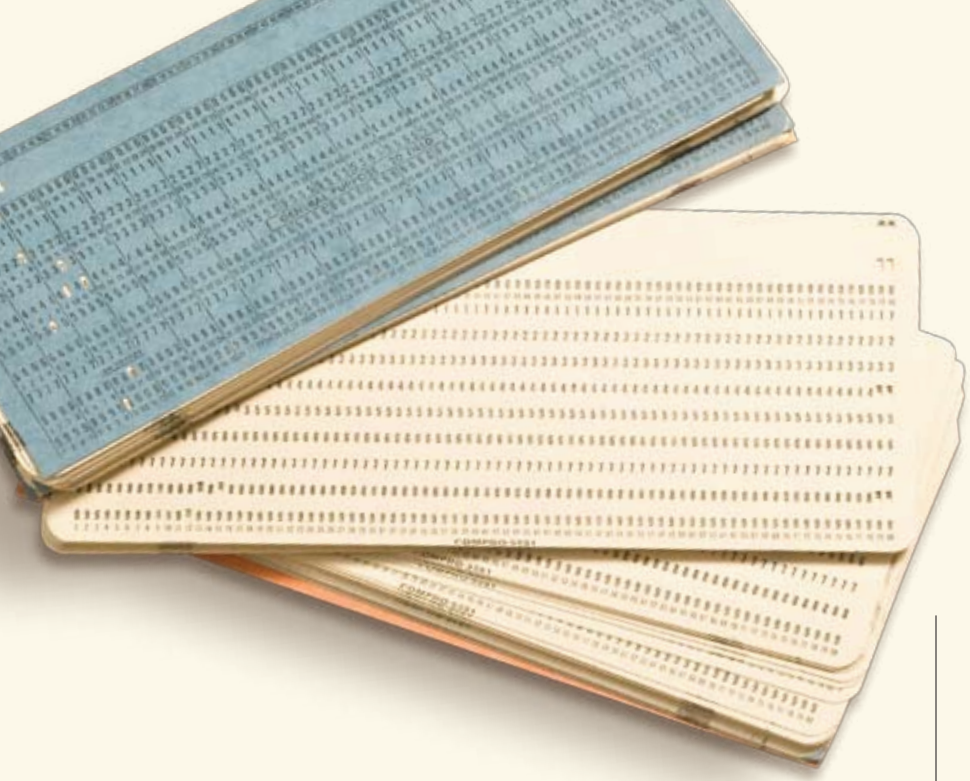
Banker Rasminsky retires after 12 years of problems

« On a reproché au gouvernement canadien au cours de ces derniers mois d'avoir manipulé le cours du change et de s'être livré à des transactions qui ont provoqué un recul considérable de notre devise par rapport à celle des États-Unis. »

— ***Laurent Lauzier,*** **La Presse,** ***Montréal, le 3 mai 1962***



Fleming : "Monsieur Rasminsky, soyez bien à l'aise . . ."



Containing inflation was hampered by Canada's fixed exchange rate. Large inflows of foreign investment capital and increased U.S. demand for Canadian commodities because of the Vietnam War were exerting upward pressure on the exchange rate. In May 1970, when this reached bursting point, the dollar was cut loose from its fixed-rate peg to find its own market level. It promptly jumped by about 5 per cent to 97 cents U.S.

Once again, the float was supposed to be temporary. But the Bank later concluded that the benefits of a flexible exchange rate outweighed the disadvantages by allowing faster business adjustments to external economic shocks. The Bank has favoured a floating dollar ever since as the best companion to a monetary policy directed at domestic price stability.

La lutte contre l'inflation se trouve entravée par le régime de changes fixes du Canada. L'afflux de capitaux étrangers et la demande américaine accrue de produits de base canadiens, alimentée par la guerre du Vietnam, exercent sur la monnaie canadienne une pression à la hausse qui, en mai 1970, devient insoutenable. On décide de laisser le dollar flotter de nouveau afin qu'il trouve de lui-même son taux sur le marché. Il bondit rapidement de quelque 5 % pour atteindre 97 cents É.-U.

Cette fois encore, le flottement est censé être temporaire, mais la Banque conclura plus tard que les avantages d'un taux de change flexible l'emportent sur les inconvénients, car les entreprises peuvent ainsi s'ajuster plus rapidement aux chocs économiques externes. Depuis, la Banque préconise le flottement du dollar, qui lui paraît le meilleur complément qui soit pour une politique monétaire axée sur la stabilité des prix intérieurs.



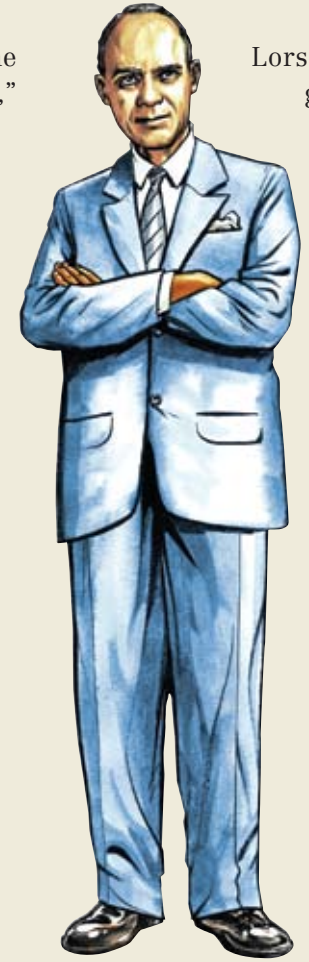
Louis Rasminsky

1961–1973

When Montréal-born Louis Rasminsky became Governor in 1961 after the bruising "Coyne Affair," the *Financial Times* (of Montréal) said "Good Luck, Louis; you'll need every ounce of it."

A classical-music lover, Rasminsky, then 53, was known as the "Quiet Man," and his first priority was to heal the Bank's wounds and repair relations with the government. Long preferring to shun publicity, he was immediately in the public eye. Even his signature on Canada's bank notes ("a not too decipherable scrawl") was compared with his predecessor's ("clear penmanship").

With several years as a Deputy Governor at the Bank behind him and broad government experience in international finance, Rasminsky's appointment was widely commended. It also made him the first Jewish Canadian to head a bank of any kind in the country.



Lorsque Louis Rasminsky accède au poste de gouverneur en 1961, après l'éprouvante « affaire Coyne », le *Financial Times* (de Montréal) écrit : « Bonne chance, Louis, tu en auras bien besoin! »

Grand amateur de musique classique, le Montréalais de naissance, âgé de 53 ans à l'époque, est connu pour être un « homme réservé ». Sa priorité consiste d'abord à panser les blessures de la Banque et à assainir les relations avec le gouvernement. Lui qui a toujours préféré fuir la publicité se retrouve immédiatement sous les feux des projecteurs. On va jusqu'à comparer sa signature sur les billets de banque canadiens (« un gribouillis plutôt indéchiffrable ») avec celle de son prédécesseur (« une calligraphie claire »).

La nomination de M. Rasminsky, qui compte à son actif plusieurs années de service à titre de sous-gouverneur de la Banque ainsi qu'une vaste expérience de la finance internationale à l'échelon gouvernemental, reçoit partout un excellent accueil. Il est le premier Canadien d'origine juive à diriger une banque de quelque nature que ce soit au pays.



An economist by training (University of Toronto and London School of Economics), Rasminsky had made a significant impact on Canada's behalf at many international forums. Most importantly, these included the 1944 Bretton Woods Conference that laid the foundations for the new postwar monetary system.

A *Toronto Star* story said that, unlike Coyne, whatever views the new Governor "may have on . . . foreign investment, tight money, interest rates and the role of monetary policy in a stagnating economy, they have never been revealed publicly and there is little likelihood they will."

Rasminsky gave his first public speech more than two years after his appointment. His first radio and TV interviews did not take place until several years

Économiste de formation (diplômé de l'Université de Toronto et de la London School of Economics), Louis Rasminsky avait représenté le Canada de brillante façon à de nombreuses tribunes internationales, notamment à la conférence de Bretton Woods, qui, en 1944, avait jeté les bases du nouveau système monétaire mondial d'après-guerre.

Selon le *Toronto Star*, quel que soit le point de vue du nouveau gouverneur sur « l'investissement étranger, le resserrement monétaire, les taux d'intérêt et le rôle de la politique monétaire au sein d'une économie stagnante, il ne l'a jamais exposé publiquement et il est peu probable qu'il le fasse un jour », contrairement à James Coyne.

Il s'écoule plus de deux ans avant que M. Rasminsky donne son premier discours public, et ses premières entrevues à la radio et à la télévision attendront quelques années encore. Pourtant, quand cet homme à la voix douce s'exprime devant les micros, il le fait « on ne peut plus clairement ». Ainsi, en 1968, sur fond d'inflation en pleine recrudescence, il prononce un discours percutant dans lequel il critique vertement les travailleurs et les employeurs pour les fortes hausses salariales négociées, les gouvernements pour leurs dépenses excessives et les banques canadiennes pour les faibles taux d'intérêt offerts sur les dépôts. Il affirme en outre que l'inflation nuit aux plus démunis de la société, et non aux mieux nantis.

later. Yet when the soft-spoken Governor did go on the record, he made himself "extremely clear." With inflation on the upswing, he gave a forceful speech in 1968, for instance, lambasting labour and management for high wage settlements, governments for excessive spending, and Canadian banks for low deposit rates. He also made the point that inflation hurts the weak in society, not the strong.

After he resigned on his 65th birthday, with two years of his second term still to run, Rasminsky mused that "no one really knows the answer to inflation." But as some observers would later note, this was perhaps because he spent most of his tenure trying to restrain inflation under the restrictions of a fixed exchange rate regime.

His main achievement, he told the *Canadian Jewish News* many years later, had been to clarify the Bank's relationship with the government as one of dual responsibility. This let the Bank pursue monetary policy "without the danger of the government washing its hands of that policy," he said.

After retirement, Rasminsky became chairman of the International Development Research Centre, a federal government agency, and served on the boards of several international companies.

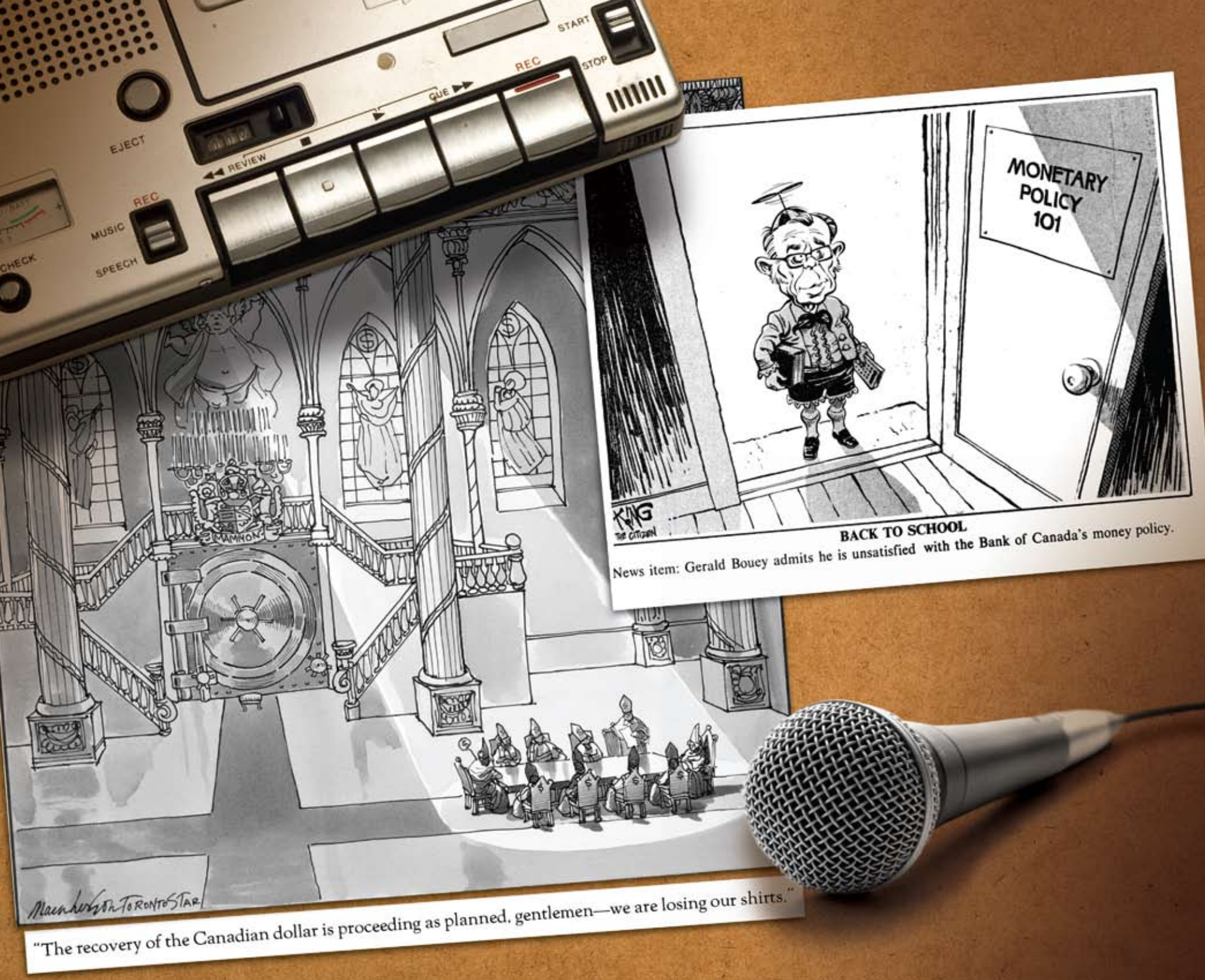
"Lou" Rasminsky died at home in Ottawa in 1998 at age 91.

Après avoir remis sa démission le jour de son 65e anniversaire, soit deux ans avant la fin de son second mandat, Louis Rasminsky déclare d'un ton songeur que « nul ne connaît vraiment la réponse au problème de l'inflation ». Mais, comme le feront remarquer certains observateurs par la suite, si l'ex-gouverneur tient ces propos, c'est peut-être parce que, pendant qu'il occupait ses fonctions, il a passé le plus clair de son temps à tenter de contenir l'inflation sous un régime de changes fixes.

Sa principale réalisation, raconte-t-il au *Canadian Jewish News* bien des années plus tard, est d'avoir établi clairement que la relation entre la Banque et le gouvernement obéit au principe de double responsabilité. D'après M. Rasminsky, la Banque a ainsi pu conduire la politique monétaire « sans s'exposer au danger que le gouvernement s'en lave les mains ».

Une fois à la retraite, M. Rasminsky assume la présidence du Conseil des gouverneurs du Centre de recherches pour le développement international, un organisme fédéral, et siège au conseil d'administration de diverses sociétés internationales.

En 1998, « Lou » Rasminsky meurt chez lui à Ottawa, à l'âge de 91 ans.



BACK TO SCHOOL

News item: Gerald Bouey admits he is unsatisfied with the Bank of Canada's money policy.

"The recovery of the Canadian dollar is proceeding as planned, gentlemen—we are losing our shirts."

4

STAGFLATION STRUGGLES

Monetary Policy Seeks "A Place to Stand"

Throughout the 1970s and early 1980s, the Canadian economy, like many others, was stalked by "stagflation"—a combination of stagnating growth *and* high inflation. The "misery index"—the sum of the inflation and jobless rates—averaged 22 per cent in 1982.

For Canada, the 1970s started with robust economic growth. The Canadian dollar hit a high of US$1.04 in 1974, before dropping below 70 cents U.S. in the mid-1980s. "From sunny heights to stormy nose-dive," said a headline in Toronto's *Globe and Mail* as the economy ran into a slew of problems. Federal government budget deficits were persistent. Canada's international balance of payments and trade accounts were in deficit. Inflation jumped from an annual rate of 3.5 per cent in 1970 to around 11 per cent in 1974, and peaked at 12.5 per cent in 1981.

LA LUTTE CONTRE LA STAGFLATION

La politique monétaire se cherche « un point d'ancrage »

Tout au long des années 1970 et au début de la décennie suivante, l'économie canadienne, comme tant d'autres, est traquée par la « stagflation », qui conjugue croissance anémique et forte inflation. L'« indice de misère », qui correspond aux taux combinés de l'inflation et du chômage, s'établit en moyenne à 22 % en 1982.

Pourtant, à l'aube des années 1970, le pays connaît une croissance économique vigoureuse. Le dollar canadien atteint un sommet de 1,04 $ É.-U. en 1974, avant de chuter sous les 70 cents É.-U. au milieu des années 1980. « Plongeon en eaux troubles », titre le *Globe and Mail* de Toronto, alors que l'économie est frappée de plein fouet. Les budgets fédéraux cumulent les déficits, et tant la balance des paiements que la balance commerciale affichent un manque à gagner. L'inflation passe d'un taux annuel de 3,5 % en 1970 à quelque 11 % en 1974, pour ensuite culminer à 12,5 % en 1981.

"At today's inflation rate of 12% a year, prices will double in a little over six years. By 1980, today's dollar will be worth 50 cents."

—Financial Times of Canada*, 30 December 1974*

There was general instability in world currency markets. The Bretton Woods system of fixed exchange rates fell apart in 1971 after the United States—with costs of the Vietnam War escalating—suspended convertibility of its dollar into gold at the established official rate of $35 an ounce. A significant devaluation of the U.S. dollar against other major currencies followed the so-called "Nixon Shock"—a series of emergency economic measures introduced by the U.S. government. Reflecting nervous financial markets, the price of gold went to US$200 an ounce by the mid-1970s. The oil-price shocks of 1973–74 imposed by the Organization of the Petroleum Exporting Countries (OPEC) cartel were another major source of economic disruption.

For Bank of Canada Governor Gerald Bouey, who succeeded Louis Rasminsky in 1973, finding an appropriate monetary policy focus proved difficult—as it did for other central banks battling rampant inflation during a worldwide commodity boom. In 1975, Canada's central bank introduced explicit targeting of the narrow monetary aggregate known as M1 (currency in circulation and demand deposits). It was hoped that this would be a yardstick against which the Bank could slow money-supply growth and curb inflation.

Une instabilité générale règne sur les marchés des changes internationaux. Le système de changes fixes de Bretton Woods s'effondre en 1971, après que les États-Unis, voyant grimper les coûts liés à la guerre du Vietnam, eurent décidé de suspendre la convertibilité de leur dollar en or au taux officiel de 35 dollars l'once. Une dévaluation marquée du billet vert relativement à d'autres grandes monnaies suivra ce qu'il est convenu d'appeler le « choc Nixon », un train de mesures économiques d'urgence prises par



Known as “monetary gradualism,” this approach was based on the theories of economist Milton Friedman, the noted University of Chicago professor and 1976 Nobel Laureate. (Friedman described Bouey’s speech announcing the Bank’s new policy direction as one of the best ever given by a central banker.)

Also to slow inflation, the Canadian government that year introduced wage and price controls. A slide in the Canadian dollar was another problem, triggered, in part, by the victory of the separatist Parti Québécois in the 1976 provincial election. Bouey



« Plus que jamais il est important d’isoler vos épargnes des effets de l’inflation si vous ne voulez pas les voir fondre comme du beurre au soleil devant des hausses du coût de la vie de 10 à 15 pour cent comme celles qui s’annoncent pour 1974. »

— *« Annuler l’inflation, le seul objectif possible... »*, La Presse*, Montréal, le 18 juin 1974*

le gouvernement américain. En réaction à la nervosité des marchés financiers, le prix de l’or bondit à 200 $ É.-U. l’once au milieu des années 1970. Les chocs pétroliers causés en 1973-1974 par le cartel de l’Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) constituent une autre source importante de perturbation économique.

Pour le gouverneur de la Banque du Canada, Gerald Bouey, qui succède à Louis Rasminsky en 1973, il s’avère difficile de trouver un point d’ancrage adéquat pour la politique monétaire. D’autres banques centrales, également aux prises avec une inflation galopante en plein boom mondial des matières premières, sont dans la même situation. En 1975, la Banque du Canada prend explicitement pour cible l’agrégat monétaire au sens étroit M1 (soit la monnaie en circulation et les dépôts à vue). On espère en faire un instrument de mesure grâce auquel la Banque pourrait ralentir l’expansion de la masse monétaire et modérer l’inflation.

Connue sous le nom de « gradualisme monétaire », cette stratégie repose sur les théories de l’économiste Milton Friedman, éminent professeur à l’Université

made it known that the Bank would intervene to moderate extreme exchange rate swings, but that would be all. Standby lines of credit were arranged to supplement dwindling foreign exchange reserves. The Bank Rate was raised to its highest levels ever. Despite some critics braying for his scalp, at the end of the decade, Bouey was appointed to a second seven-year term.

One development briefly gave the Bank some breathing room—a resounding "no" vote in the 1980 Quebec referendum on secession.

But as inflation remained high, the Bank Rate was hiked to just over 21 per cent in 1981. Rates on five-year mortgage loans hit an excruciating 21.5 per cent. Some academics accused the central bank of being "hung up" on short-term anti-inflation goals to the exclusion of other economic objectives.

Alberta Premier Peter Lougheed wanted to curtail the Bank's freedom to set interest rates. The president of the Saskatchewan branch of the federal Social Credit Party claimed that high rates would "destroy Christianity better than any evolutionist or non-believer." John Turmel, a political gadfly from Quebec and a Social Credit advocate, picketed the Bank's headquarters in Ottawa every Thursday—the day the Bank Rate was set—for five years until Bouey's second term ended.

"Given the choice between a lower dollar and a continuation of the current policy of ruinously high interest rates," said a *Toronto Star* editorial, "Canadians would on balance be much better off with a devalued dollar."

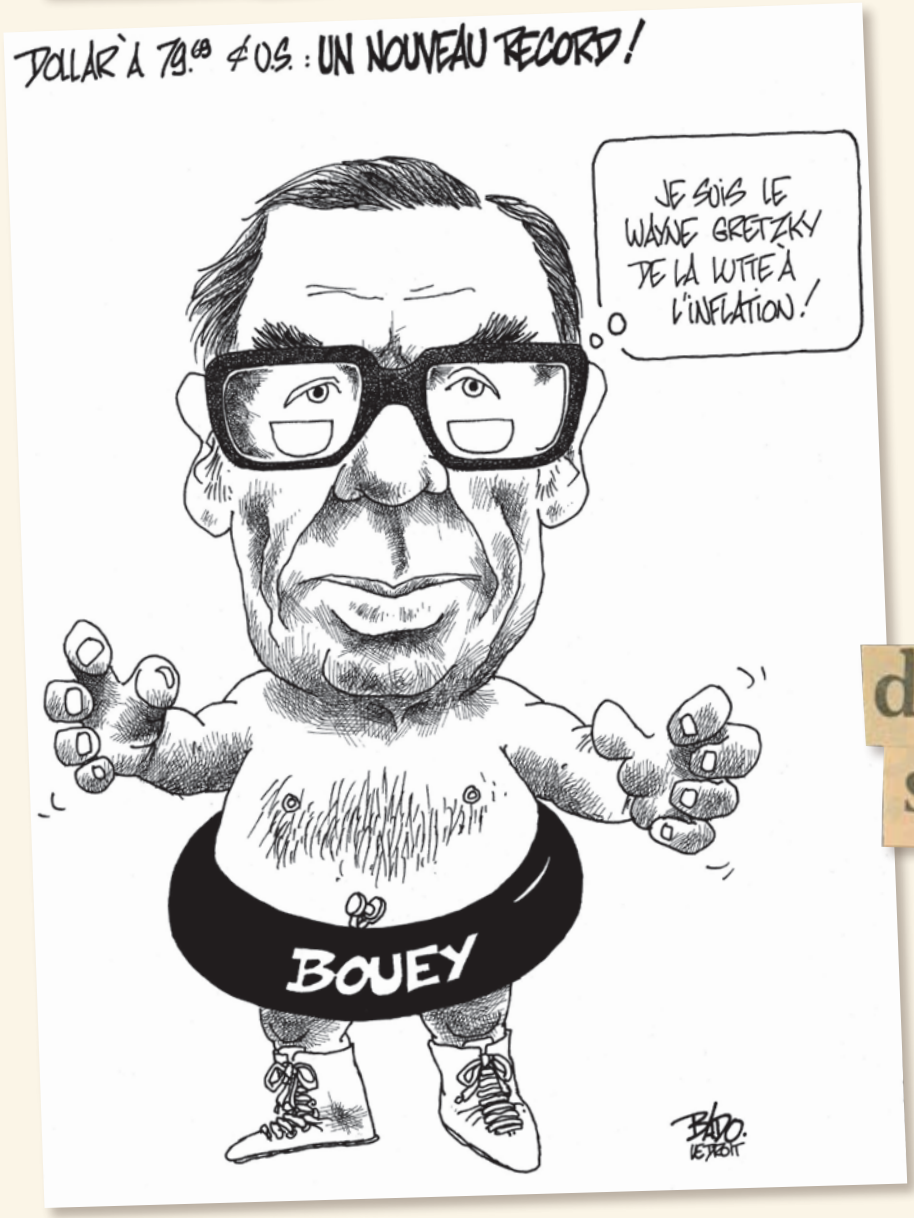
« Malgré les nombreuses rumeurs qui circulent à l'effet que le gouvernement Trudeau s'apprêterait à changer de cap, provoquant ainsi la possible démission du gouverneur de la Banque du Canada, le message de M. Johnston [alors président du Conseil du Trésor] à Toronto ne comporte pas de doute : "La réduction de l'inflation continuera d'être le principal objectif de nos politiques". »

— Yvan Sinotte,* Le Droit, *Ottawa, le 15 mai 1982

de Chicago et lauréat du prix Nobel en 1976, qui décrira le discours du gouverneur Bouey annonçant la nouvelle orientation de la Banque comme l'un des meilleurs jamais prononcés par un dirigeant de banque centrale.

Toujours dans le but de freiner l'inflation, le gouvernement fédéral introduit cette année-là des mesures de contrôle des salaires et des prix. Un autre problème se pose : le glissement du dollar canadien, provoqué en partie par la victoire du Parti Québécois – aux visées séparatistes – lors de l'élection provinciale de 1976 au Québec. M. Bouey fait savoir que la Banque interviendra pour atténuer les variations extrêmes du taux de change, mais sans plus. On met en place des lignes de crédit renouvelables afin de renflouer les réserves de change du pays. Le taux d'escompte est porté à un niveau inégalé. Malgré certains critiques qui réclament sa tête, Gerald Bouey se voit confier un second mandat de sept ans à la fin de la décennie.

La dégringolade du dollar canadien serait terminée



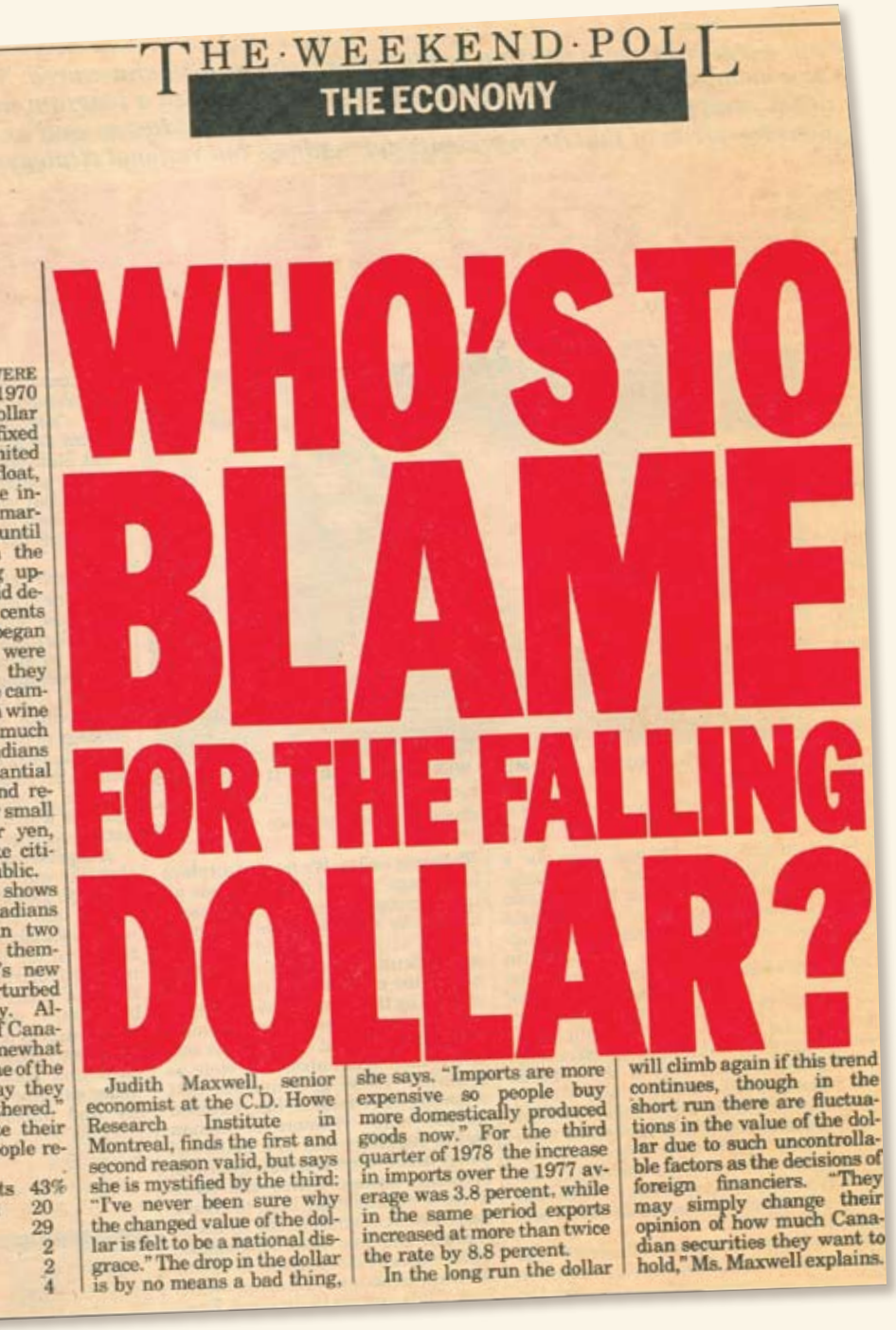
La Banque du Canada défend sa politique monétaire

La lutte contre l'inflation passe obligatoirement par la hausse des taux d'intérêt

Le Canada joue dangereusement avec le dollar

Farmers planning demonstration to protest soaring interest rates

Bouey says prime rates will stay high 'as long as necessary' to protect dollar



THE·WEEKEND·POLL

THE ECONOMY

WHO'S TO BLAME FOR THE FALLING DOLLAR?

Judith Maxwell, senior economist at the C.D. Howe Research Institute in Montreal, finds the first and second reason valid, but says she is mystified by the third: "I've never been sure why the changed value of the dollar is felt to be a national disgrace." The drop in the dollar is by no means a bad thing, she says. "Imports are more expensive so people buy more domestically produced goods now." For the third quarter of 1978 the increase in imports over the 1977 average was 3.8 percent, while in the same period exports increased at more than twice the rate by 8.8 percent.

In the long run the dollar will climb again if this trend continues, though in the short run there are fluctuations in the value of the dollar due to such uncontrollable factors as the decisions of foreign financiers. "They may simply change their opinion of how much Canadian securities they want to hold," Ms. Maxwell explains.

Un événement donne à la Banque un instant de répit : au référendum de 1980 sur la souveraineté, le Québec répond par un « non » catégorique.

Cependant, comme l'inflation reste élevée, le taux d'escompte de la Banque passe à un peu plus de 21 % en 1981. Les taux hypothécaires à cinq ans avoisinent le niveau intolérable de 21,5 %. Certains universitaires accusent la banque centrale d'être « obsédée » par la lutte contre l'inflation à court terme et de perdre de vue tout autre objectif économique.

Le premier ministre de l'Alberta, Peter Lougheed, souhaite restreindre les pouvoirs de la Banque en matière d'établissement de taux d'intérêt. Le président de l'aile saskatchewanaise du Parti Crédit Social du Canada soutient que des taux élevés « détruiraient la chrétienté plus efficacement que n'importe quel évolutionniste ou non-croyant ». Le Québécois John Turmel, sorte de mouche du coche sur la scène politique et partisan du Crédit Social, manifeste devant le siège de la Banque, à Ottawa, tous les jeudis (jour où la Banque fixe le taux d'escompte) pendant cinq ans, soit jusqu'à la fin du second mandat du gouverneur Bouey.

« Si on leur donnait le choix entre une baisse du dollar et la poursuite de la politique actuelle de taux d'intérêt ruineux, lit-on dans un éditorial du *Toronto Star*, les Canadiens s'en sortiraient beaucoup mieux, tout compte fait, avec un dollar dévalué. »

"Why is Ottawa spending vast sums to support the Canadian dollar at or about the 90-cent level? Anybody who travels or shops in the States knows that our dollar is worth, at best, 80 cents U.S. Rather than exhaust our reserves trying to 'save' our dollar, we should let it go down, down, to where it belongs."

—Richard J. Needham,* The Globe and Mail*, 13 March 1978

The Bank argued that a lower exchange rate would push up inflation because Canada was so import dependent. Bouey also explained that there was no other option but to keep interest rates higher than in the United States, if attracting foreign investment and keeping Canadian funds at home became necessary to prop up the dollar.

A short but deep recession in 1981–82 left plenty of economic scars. And in 1982, the Bank gave up on money-growth targets as an anti-inflation strategy. Among other factors, the link between M1 and inflation had been undermined by new financial products not included in the monetary aggregate (such as daily-interest chequing and savings accounts). This made it less reliable as a guide to lowering inflation. "We did not abandon M1," Bouey said, "M1 abandoned us." It was back to square one, but with a deeper understanding of the consequences of inflation.

La Banque soutient que l'affaiblissement du taux de change pousserait l'inflation à la hausse, vu la grande dépendance du Canada à l'égard des importations. M. Bouey explique aussi n'avoir d'autre choix que de maintenir les taux d'intérêt plus élevés ici qu'aux États-Unis au cas où il deviendrait nécessaire d'attirer des investissements étrangers et de conserver l'argent canadien au pays pour soutenir le dollar.

Une récession brève mais profonde frappe en 1981-1982, laissant de nombreuses séquelles dans l'économie. Puis, en 1982, la Banque renonce aux cibles d'expansion de la masse monétaire comme stratégie de lutte contre l'inflation. Cette décision repose sur certains facteurs, notamment l'effritement du lien entre l'inflation et M1 après l'apparition de nouveaux produits financiers non compris dans cet agrégat monétaire (comme les comptes de chèques et d'épargne à intérêt quotidien). L'agrégat M1 n'est donc plus un guide aussi fiable pour réduire l'inflation. « Nous n'avons pas abandonné M1, déclare le gouverneur Bouey, c'est M1 qui nous a abandonnés. » On retourne donc à la case départ, mais en ayant une meilleure compréhension des conséquences de l'inflation.

As an upshot of the recession, the Liberal government appointed a Royal Commission on the Economic Union and Development Prospects for Canada. Headed by former Liberal Finance Minister, Donald Macdonald, its 1985 report is best remembered for its "Leap of Faith" recommendation that Canada pursue free trade with the United States. (This was put in place later by the Mulroney Conservative government, after fighting and winning the 1988 election on the issue.)

The Macdonald report recommended lowering interest rates and getting the budget deficit under control. It also supported a floating exchange rate, and proposed targeting of nominal GDP growth rates as an anchor for monetary policy. Some years later, the Bank adopted an inflation-targeting framework



Par suite de la récession, le gouvernement libéral crée la Commission royale sur l'union économique et les perspectives de développement du Canada, présidée par l'ancien ministre des Finances libéral Donald Macdonald. La Commission dépose en 1985 un rapport dont on se souviendra surtout à cause de l'« acte de foi » qu'elle recommande de faire en négociant un accord de libre-échange avec les États-Unis. (Cette recommandation sera mise en application plus tard par le gouvernement conservateur de Brian Mulroney, après que celui-ci eut remporté l'élection de 1988 en faisant campagne sur cet enjeu.)

Le rapport Macdonald recommande aussi la diminution des taux d'intérêt et la maîtrise du déficit budgétaire. Les auteurs se déclarent en faveur du flottement du dollar et proposent, comme point d'ancrage de la politique monétaire, des taux cibles de croissance du produit intérieur brut (PIB) nominal. En 1991, la Banque adoptera plutôt un régime de cibles d'inflation, qui se révélera efficace pour amener et maintenir l'inflation à un bas niveau. Ce cadre remplacera une politique monétaire qui, pendant les années 1970 et la plus grande partie de la décennie suivante, avait

instead. Introduced in 1991, this would prove successful in getting and keeping inflation down. It replaced monetary policy that, in the 1970s and most of the 1980s, was characterized by critics as unfocused and inconsistent. As the C. D. Howe Institute's William B. P. Robson said in retrospect, policies "were unclear, political commitment uncertain, implementation erratic."

Governor Bouey himself depicted the stagflation years as a learning process, and he was not alone. Other central banks also found that tightened monetary conditions were blamed for economic slumps and high unemployment. But the Bank's quest for "a place to stand," as Bouey put it in a 1982 lecture, would eventually lead to more reliable monetary policy.

été qualifiée de vague et d'incohérente par certains critiques. Comme l'affirmera rétrospectivement William B. P. Robson, de l'Institut C. D. Howe, les politiques « étaient mal définies, l'engagement politique incertain, et la mise en œuvre irrégulière ».

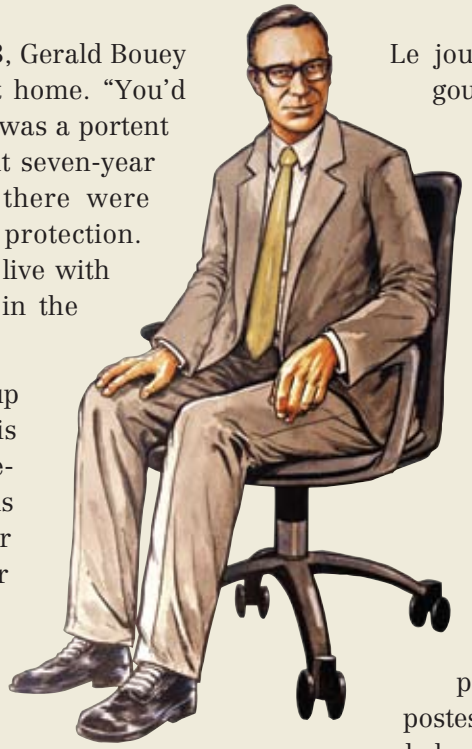
Le gouverneur Bouey lui-même décrira les années de stagflation comme une période d'apprentissage, et il ne sera pas le seul dans cette situation. D'autres banques centrales verront les ralentissements économiques et le fort taux de chômage attribués au resserrement des conditions monétaires. Cependant, en poursuivant sa quête d'un « point d'ancrage », selon le terme employé par M. Bouey lors d'une conférence prononcée en 1982, la Banque finira par mettre au point une politique monétaire plus fiable.




OOPS!
BANK OF CANADA
CANADIAN DOLLAR
INTERNATIONAL EXCHANGE RATE

Gerald Bouey

1973–1987



The day he became Governor in 1973, Gerald Bouey received a threatening phone call at home. "You'd better watch it," the caller said. This was a portent of just how difficult his two turbulent seven-year terms would be. Over the years, there were other threats and, at times, police protection. But Bouey and his family learned to live with this—and kept their home number in the phone book.

Born in Saskatchewan, Bouey grew up in the 1920s, spending part of his youth on a farm. "Times were extremely hard," he recalled. "Dust storms would blow away our hopes for another year." He worked in junior posts in bank branches in the province, and then served overseas in World War II as an officer with Bomber Command.

After studying economics at Queen's University, Bouey joined the Bank's Research Department in 1948. "The most promising recruit we have had in some years," said an internal report. In the early 1960s, he had a major hand in the Bank's submission to the Porter Royal Commission on Banking

Le jour de son entrée en fonction, en 1973, le gouverneur Gerald Bouey reçoit chez lui un appel de menace. « Gare à vous! », lui lance-t-on. Ces paroles présagent les graves difficultés et les turbulences qu'il lui faudra affronter au cours de ses deux mandats de sept ans. Au fil des ans, il sera l'objet d'autres menaces, et la police devra parfois assurer sa protection. Mais M. Bouey et sa famille apprendront à composer avec la situation, et leur numéro de téléphone continuera de figurer dans l'annuaire.

Né en Saskatchewan, Gerald Bouey grandit pendant les années 1920 et passe une partie de sa jeunesse dans une ferme. « Les temps étaient très durs, se rappelle-t-il. D'année en année, nos espoirs s'envolaient, emportés par des tempêtes de poussière. » Il occupe des postes subalternes dans des succursales bancaires de la province, puis il participe à la Seconde Guerre mondiale en tant qu'officier du Bomber Command.

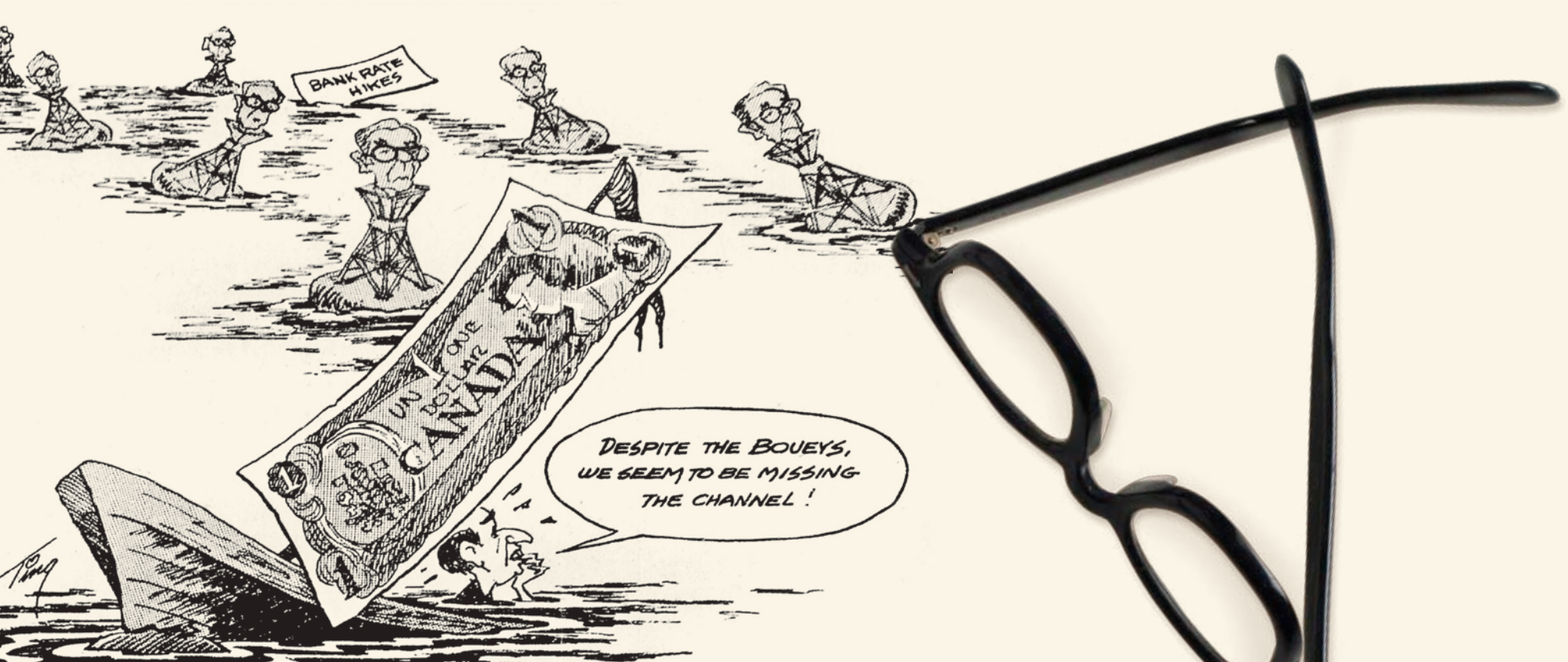
Après des études en économie à l'Université Queen's, M. Bouey entre au département des Recherches de la Banque en 1948. Un rapport interne le décrit comme « la recrue la plus prometteuse que nous ayons eue depuis des années ». Au début des années 1960,

and Finance that resulted in significant changes in regulations for financial institutions. In 1972, he was made Senior Deputy Governor.

Known as a monetarist, Bouey faced difficult policy issues during his tenure as inflation soared, interest rates reached record levels, and the dollar slid sharply. In hiking the Bank Rate to over 20 per cent, he came under fire from many quarters as the country slid into recession in 1981–82.

il joue un rôle déterminant dans la préparation du mémoire soumis par la Banque à la Commission royale d'enquête sur le système bancaire et financier, dont le rapport entraînera des changements profonds dans la réglementation des institutions financières. En 1972, il est nommé premier sous-gouverneur.

Connu comme un monétariste, le gouverneur Bouey doit faire face à d'épineuses questions stratégiques : l'inflation monte en flèche, les taux d'intérêt atteignent des niveaux records et le dollar dégringole. Lorsqu'il porte le taux d'escompte à plus de 20 % et que le pays entre en récession en 1981-1982, on le fustige de toutes parts.



At times, the Governor could be prickly with reporters ("high in relation to what?" he would ask, when queried about rising interest rates). But he also earned their respect. "Unsinkable," said the *Medicine Hat News*. An economist critical of the Bank's policies complained that the press treated Bouey "as if he were an ecclesiastical authority." In private, though, the Governor was warm, with a great sense of humour. He even admitted to reporters that his wife did his tax returns.

While avoiding the confrontations that James Coyne's criticisms of government had invited, Bouey's speeches were frank about the need for fiscal prudence. At one point, he also hinted that he would quit if the government told him to lower interest rates and let the dollar fall.

After retiring, Bouey told the *Toronto Star* that he had often anguished over the impact the Bank's interest rate increases had on ordinary Canadians. People would call and blame him personally when their businesses failed. However, he said the high point of his governorship was "holding the line" against inflation when it was at its peak and he was under pressure to ease up. Bouey died in Ottawa in 2004 at age 83.

Il arrive parfois au gouverneur de se montrer irritable avec les journalistes; quand on l'interroge au sujet des taux d'intérêt élevés, par exemple, il rétorque : « Élevés par rapport à quoi? » Mais il gagne aussi le respect de la presse. « Inébranlable », dit-on de lui dans le *Medicine Hat News*. Un économiste qui critique les politiques de la Banque se plaint que les journaux traitent Gerald Bouey « comme s'il était une autorité ecclésiastique ». Toutefois, en privé, le gouverneur est chaleureux et fait preuve d'un grand sens de l'humour. Il avoue même aux journalistes que c'est sa femme qui prépare ses déclarations de revenus.

Tout en évitant les confrontations qu'avaient attirées les critiques de James Coyne à propos du gouvernement, M. Bouey prononce des discours où il exprime franchement la nécessité d'agir avec prudence en matière budgétaire. Un jour, il laisse même entendre qu'il démissionnerait si le gouvernement lui ordonnait d'abaisser les taux d'intérêt et de laisser chuter le dollar.

Une fois à la retraite, Gerald Bouey confie au *Toronto Star* qu'il a souvent été angoissé en songeant aux répercussions qu'avaient les hausses de taux d'intérêt sur le Canadien moyen. Il arrivait que des entrepreneurs en faillite lui téléphonent pour l'accuser d'être personnellement responsable de leur situation. Il ajoute toutefois que sa principale réalisation en qualité de gouverneur est d'être « resté ferme » dans son combat contre l'inflation lorsqu'elle se trouvait à son sommet et que l'on exerçait des pressions sur lui afin qu'il opère un relâchement. Gerald Bouey décède à Ottawa en 2004, à l'âge de 83 ans.

THE GYRATING DOLLAR

Within a few years of Confederation in 1867, as trade and financial ties with the United States grew, the dollar was widely accepted as Canada's currency unit. Its up-and-down relationship with its U.S. counterpart has been a contentious part of Canada's economic landscape ever since.

Canada effectively abandoned the gold standard in 1929, the year of the great stock market crash. The dollar had been trading roughly at par with the U.S. dollar, but fell as low as 80 cents U.S. in late 1931, when Britain also officially left the gold standard. When the Bank of Canada began operating in 1935, the dollar had recovered to around par, following an increase in the U.S.-dollar price of gold.

For the most part, Canada's dollar has been allowed to "float" and find its own value in the exchange market, rather than being fixed to a specific rate against the U.S. dollar. Some Canadian floats were criticized as



LA DANSE DU DOLLAR

À quelques années de la Confédération de 1867, les liens financiers et commerciaux avec les États-Unis se multipliant, le dollar est généralement reconnu comme l'unité monétaire canadienne. Depuis, les hauts et les bas de notre monnaie par rapport au billet vert, indissociables du paysage économique canadien, alimentent bien des débats.

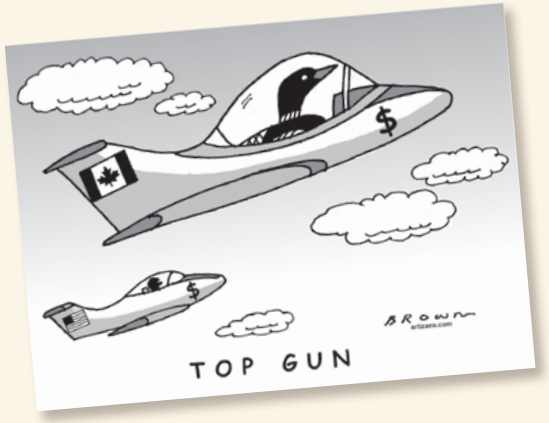
Dans les faits, le Canada abandonne l'étalon-or en 1929, année du grand krach boursier. Le dollar se négocie alors environ à parité avec la devise américaine, mais il recule à 80 cents É.-U. à la fin de 1931, après que la Grande-Bretagne eut elle aussi renoncé officiellement à l'étalon-or. Quand la Banque du Canada ouvre ses portes en 1935, les deux monnaies frôlent de nouveau l'égalité, le prix de l'or en dollars É.-U. ayant été relevé.

Le plus souvent, on permet au dollar canadien de « flotter » et de trouver sa propre valeur sur le marché des changes, au lieu de

being “dirty” or “nudged” or “managed” through interventions by the Bank at the behest of the government. “A floating dollar is a floating dollar,” Jean Chrétien once said ingenuously, when responding to a question on this issue when he was finance minister.

In terms of modern-day records, the Canadian dollar sank to a low of 61.79 cents U.S. in 2002, and reached an intraday high of US$1.10 in 2007. In its pre-Confederation years, it soared to a high of US$2.78. This was during the American Civil War in July 1864 when the U.S. dollar collapsed as the Confederate Army was advancing on Washington. Our dollar slid back after the war ended and the U.S. dollar recovered.

In 1987, Canada’s green $1 bill was replaced—to mixed reviews—by the “loonie,” a coin with an image of a common loon on one side. In 1996, the brownish-red $2 bill was phased out and replaced by another coin, the “toonie.” The $2 bill had never been very popular. Some thought it bad luck because “deuce” also meant the devil.



l’immobiliser à un taux fixe relatif au dollar É.-U. À l’occasion, certains critiqueront ce flottement, disant qu’il est « impur » ou encore « influencé » ou « dirigé » par la Banque sur l’ordre du gouvernement. Interrogé à ce sujet à l’époque où il était ministre fédéral des Finances, Jean Chrétien répond ingénument : « Un dollar qui flotte est un dollar qui flotte. »

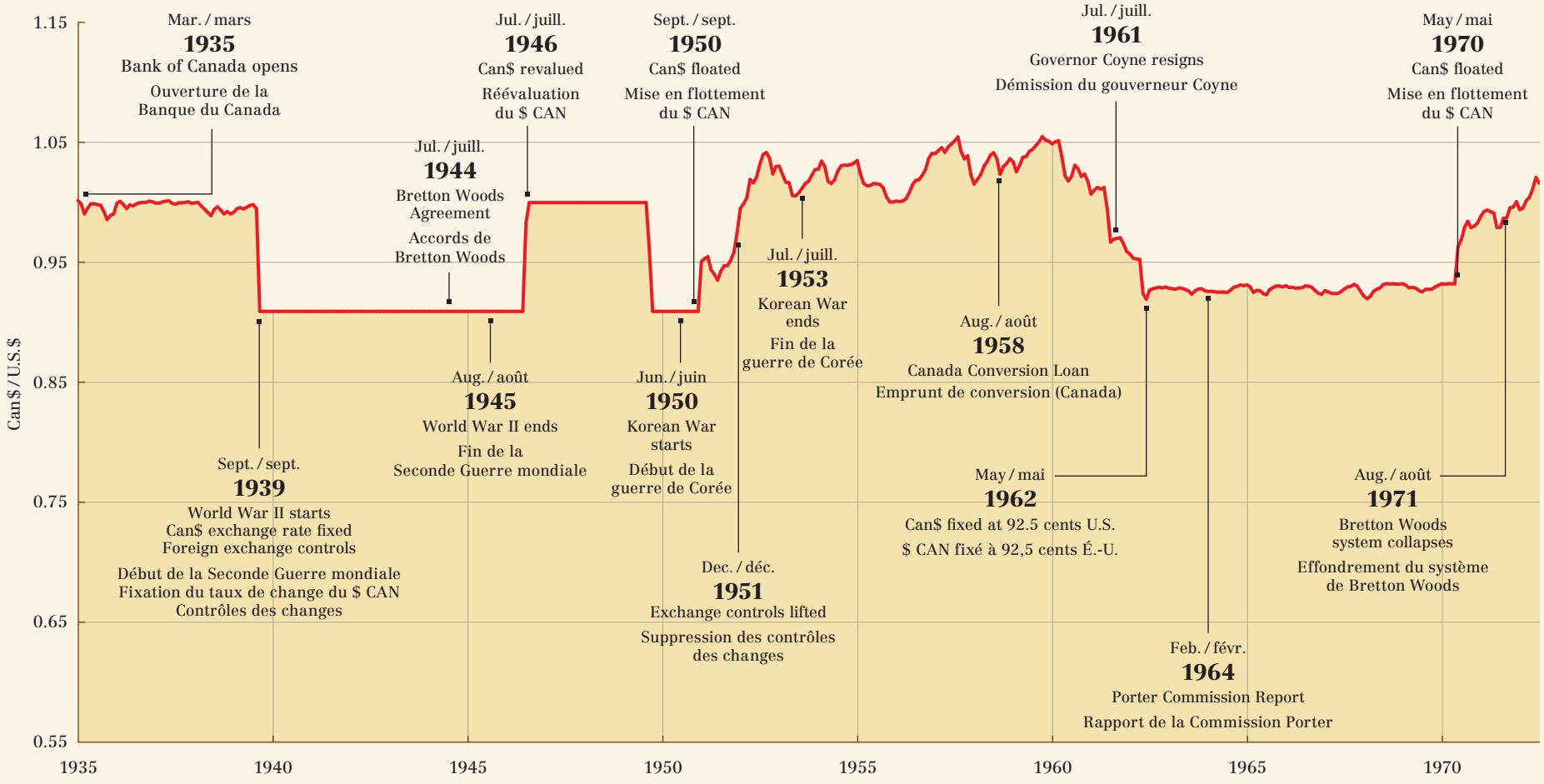
De mémoire récente, le dollar canadien a touché son creux en 2002, à 61,79 cents É.-U., et atteint son cours intrajournalier le plus élevé en 2007, à 1,10 $ É.-U. C’est toutefois dans les années qui ont précédé la Confédération, en juillet 1864, qu’il établit un record, à 2,78 $ É.-U. À l’époque, la devise américaine dégringole, alors que la guerre de Sécession fait rage et que l’armée des Confédérés avance sur Washington. Le cours de notre monnaie retombera après que le conflit aura pris fin et que le dollar américain se sera redressé.

En 1987, la décision de remplacer le billet canadien de un dollar de couleur verte par le « huard », pièce dont une face représente un huard à collier, ne fait pas l’unanimité. En 1996, c’est le billet de deux dollars, aux teintes brun rougeâtre, qui cède la place à une pièce métallique. Ce billet n’avait jamais été très populaire : certains croyaient en effet qu’il portait malheur, car, en anglais, le mot « deuce » (deux) peut aussi signifier « diable ».

The Canadian dollar over 75 years







Source: Bank of Canada
Noon rates, average monthly data
Last observation: December 2009





Le dollar canadien depuis 75 ans

Oct. / oct.
1975
Wage and price controls
Contrôle des salaires et des prix

Nov. / nov.
1976
Election of Parti Québécois
Élection du Parti Québécois

May / mai
1980
Quebec referendum
Référendum au Québec

Oct. / oct.
1973
OPEC oil-price crisis
Choc pétrolier de l'OPEP

Oct. / oct.
1987
"Black Monday" stock market panic
Krach boursier du « lundi noir »

Oct. / oct.
1988
Canada–U.S. Free Trade Agreement
Accord de libre-échange Canada–États-Unis

Jan. / janv.
1994
North American Free Trade Agreement
Accord de libre-échange nord-américain

Oct. / oct.
1995
Quebec referendum
Référendum au Québec

1997
Asian financial crisis
Crise financière asiatique

Mar. / mars
1998
Federal budget balanced
Budget fédéral équilibré

Sept. / sept.
2001
9/11 terrorist attacks
Attentats terroristes du 11-Septembre

Mar. / mars
2003
Iraq invasion
Invasion de l'Iraq

Aug. / août
2007
U.S. subprime-mortgage crisis
Crise des prêts hypothécaires à risque aux États-Unis

Sept. / sept.
2008
Lehman Bros fails
Global financial crisis
Faillite de Lehman Brothers
Crise financière mondiale

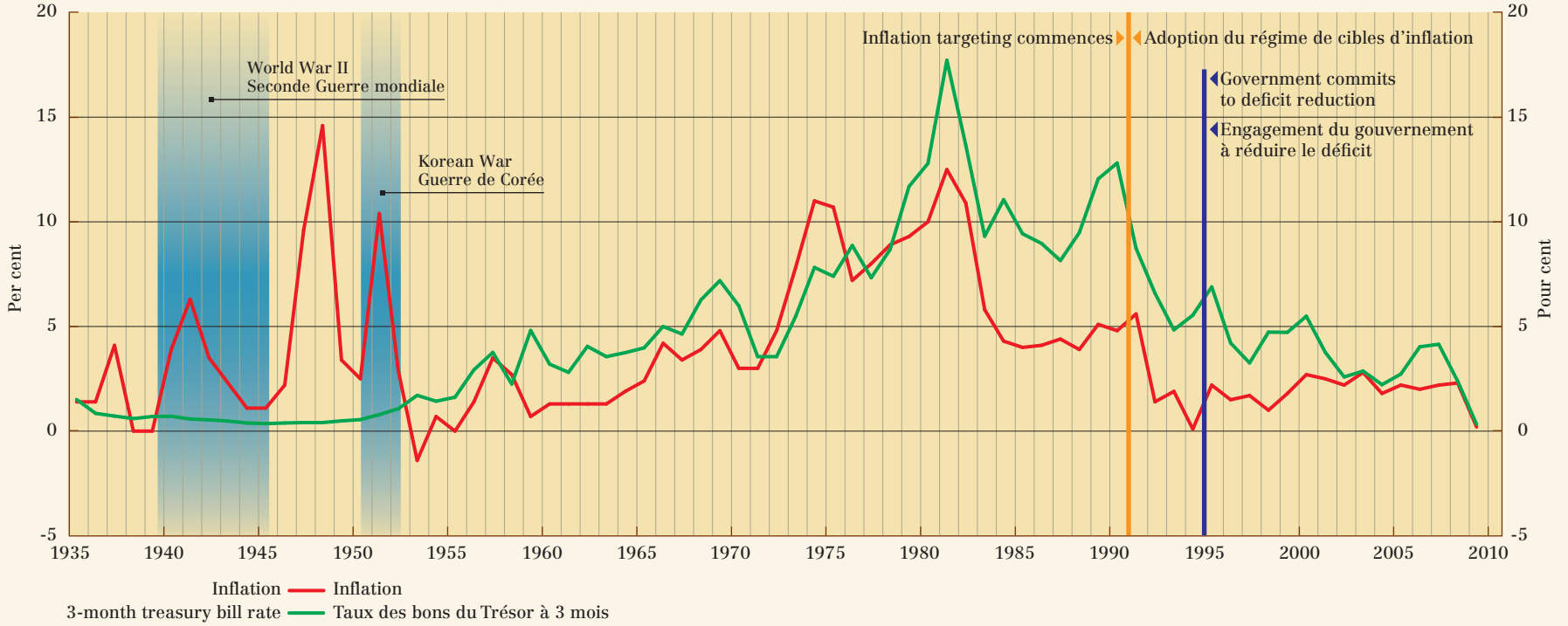
1,15
1,05
0,95
0,85
0,75
0,65
0,55
$ CAN/$ É.-U.

1975 1980 1985 1990 1995 2000 2005 2010

Source : Banque du Canada
Taux à midi, données mensuelles moyennes
Dernière observation : décembre 2009

INFLATION AND INTEREST RATES OVER 75 YEARS
Annual averages

L'INFLATION ET LES TAUX D'INTÉRÊT DEPUIS 75 ANS
Moyennes annuelles



High and unstable inflation contributed to frequent boom and bust cycles in Canada. In 1991, the Canadian government and the Bank of Canada announced that the Bank would bring inflation down by using its influence on interest rates. This, together with the government's commitment to deficit reduction starting in 1995, brought inflation down quickly. Low, stable, and predictable inflation led to lower short-term interest rates (as represented by the 3-month treasury bill rate, shown in the chart above) over the next two decades.

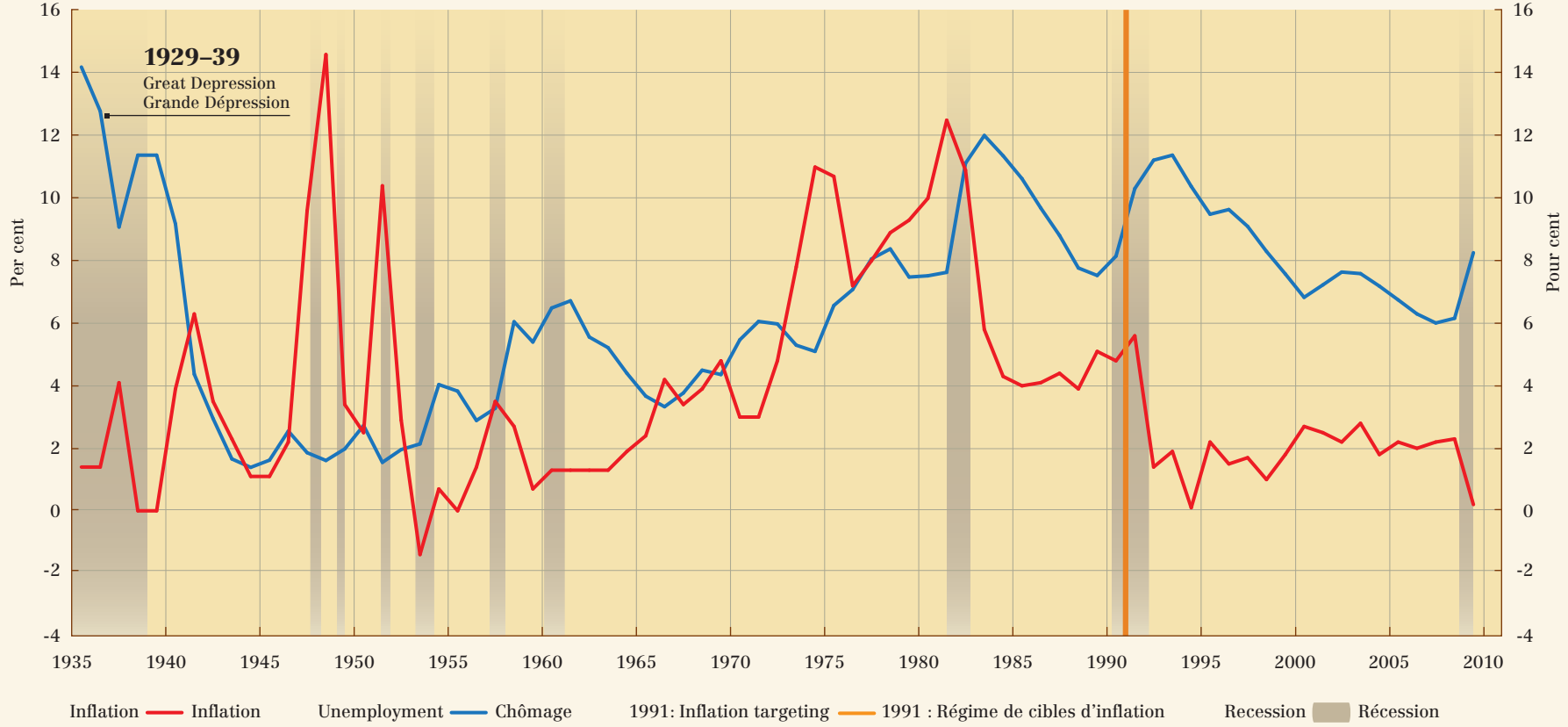
Sources: Statistics Canada and Bank of Canada
Last observation: 2009; for inflation, January to November average

Le niveau élevé et l'instabilité de l'inflation ne sont pas étrangers aux fréquents cycles de surchauffe et de récession qu'a connus le pays. En 1991, le gouvernement fédéral et la Banque du Canada annoncent que cette dernière fera baisser l'inflation au moyen de l'influence qu'elle exerce sur les taux d'intérêt. Cette mesure, conjuguée à l'engagement du gouvernement à réduire son déficit à partir de 1995, fait rapidement reculer l'inflation. La réalisation d'un taux d'inflation bas, stable et prévisible entraînera une diminution des taux d'intérêt à court terme (comme l'illustre l'évolution des taux des bons du Trésor à trois mois, présentée dans le graphique ci-dessus) au cours des deux décennies suivantes.

Sources : Statistique Canada et Banque du Canada
Dernière observation : 2009; pour l'inflation, moyenne de janvier à novembre

INFLATION AND UNEMPLOYMENT OVER 75 YEARS
Annual averages

L'INFLATION ET LE CHÔMAGE DEPUIS 75 ANS
Moyennes annuelles



Following the adoption of inflation targeting in 1991, unemployment reached its lowest level in several decades, although it rose again during the 2008–09 recession.

Sources: Statistics Canada and Bank of Canada
Last observation: 2009; for inflation, January to November average

Après l'adoption, en 1991, du régime de cibles d'inflation, le taux de chômage tombe à son niveau le plus bas des dernières décennies, bien qu'il ait remonté durant la récession de 2008-2009.

Sources : Statistique Canada et Banque du Canada
Dernière observation : 2009; pour l'inflation, moyenne de janvier à novembre


REPORTER'S NOTEBOOK
BLOC DE JOURNALISTE
Name-Nom:
Address-Adresse:
Telephone-Téléphone:
Hilroy
HILROY Toronto M6E 2R9
Made in Canada • Fabriqué au Canada
160 pages • 40.2 x 20.3 cm
No 53014
0 65800 53014
...SO, WHICH DO YOU WANT TO BE THIS TIME, "LOWER THE INTEREST RATE," OR "RAISE THE INTEREST RATE"?
J CROW
Mallette

5

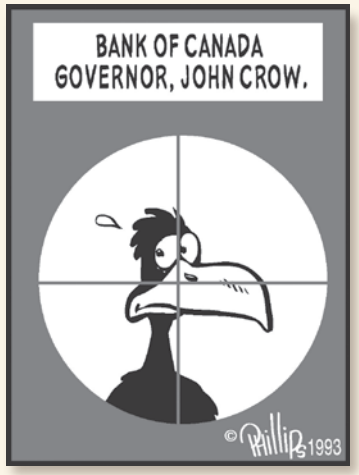
INFLATION TARGETING

Price Stability as a Means to an End

UN RÉGIME DE CIBLES D'INFLATION

La stabilité des prix comme moyen d'atteindre une fin

When the British-born John Crow became Governor in 1987, inflation had fallen in the years after the 1981–82 recession to around 4 per cent from double-digit levels earlier in the decade. He was determined to do better.



As a red-hot Ontario economy threatened to reignite inflation nationwide, the Bank Rate was raised in stages from 8.75 per cent to 14.05 per cent in the spring of 1990. The next year, inflation started to fall, but the economic cost of this achievement became controversial, with criticism that interest rates had been kept up higher and longer than needed. GDP contracted by 3.4 per cent from peak to trough in the recession of 1990–92. The jobless rate rose to just over 11 per cent. The Bank lowered interest rates to counter the slump, but not enough to quieten the critics.

Lorsque John Crow, britannique de naissance, est nommé gouverneur en 1987, l'inflation, qui dépassait la barre des 10 % au début de la décennie, était retombée à environ 4 % dans les années qui ont suivi la récession de 1981-1982. Le nouveau gouverneur est déterminé à faire mieux encore.

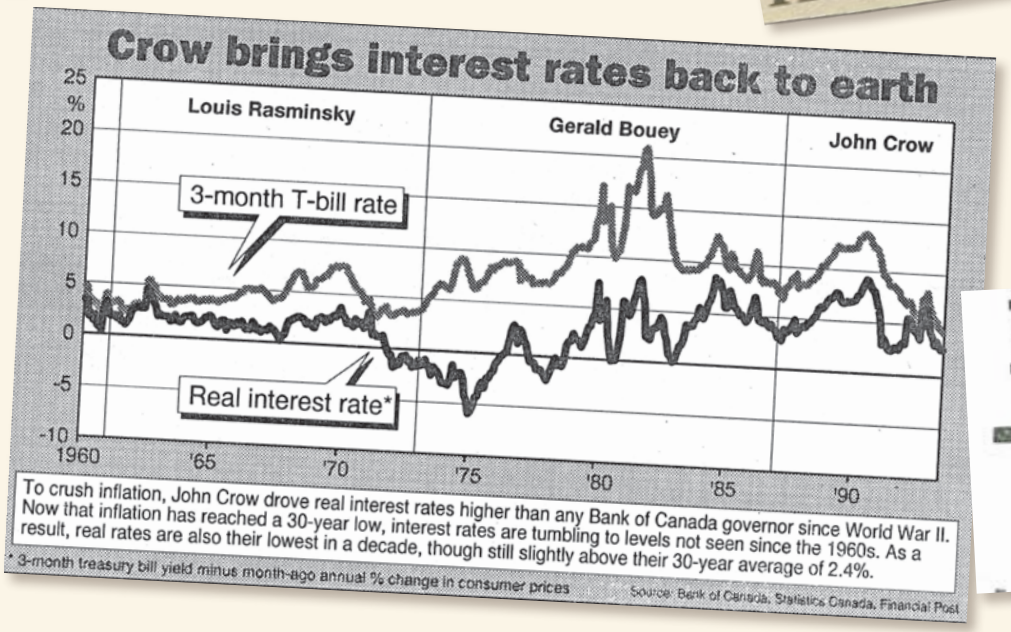
La surchauffe de l'économie ontarienne menace d'attiser de nouveau l'inflation au pays. La Banque augmente progressivement son taux d'escompte, qui, d'abord à 8,75 %, finit par atteindre 14,05 % au printemps de 1990. L'année suivante, l'inflation commence à redescendre, mais le coût économique de cette victoire en amène certains à objecter que les taux d'intérêt ont été maintenus à des niveaux trop élevés plus longtemps que nécessaire. Le PIB se contracte de 3,4 % pendant la récession de 1990-1992. Le taux de chômage s'accroît, pour



BLACK DAY ON THE TSE

By LEE-ANNE GOODMAN

Chiens de garde ou hommes de paille?

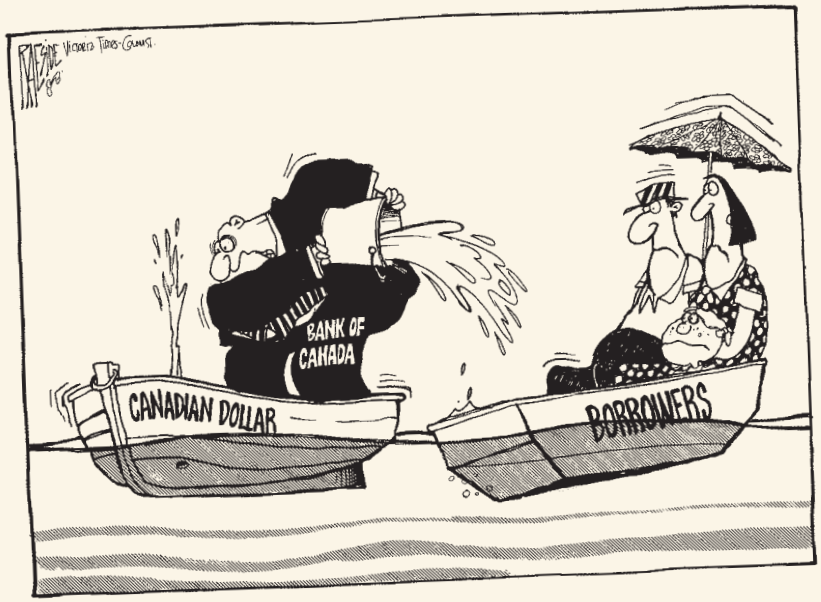


Crow strives for a more open policy

Market over -reaction blamed for dollar dive

CROW:

Bank of Canada governor seen as idealogue with mission to kill inflation whatever the cost



The media dubbed the Bank's actions as a "zero inflation" policy, although this was not strictly accurate. The Governor became the target of much personal criticism. There were demands for his resignation. "The man who killed the economy," the *Ottawa Sun* called him. "Lunatic economics," said noted journalist and author Peter Newman.

s'établir à un peu plus de 11 %. La Banque abaisse les taux d'intérêt afin de contrer le ralentissement, mais pas assez pour calmer les critiques.

Les médias qualifient les interventions de la Banque de « politique d'inflation zéro », bien que cette description ne soit pas strictement exacte. Le gouverneur est la cible de maintes accusations personnelles et l'on exige sa démission. L'*Ottawa Sun* le présente comme « l'homme qui a tué l'économie ». Le journaliste et auteur bien connu Peter Newman parle de « politique économique démentielle ».

« La crise des finances publiques au Canada n'est pas attribuable aux dépenses excessives du gouvernement mais à l'entêtement d'un ancien gouverneur de la Banque du Canada à vouloir juguler l'inflation, écrivent huit économistes dans un essai récent. »

— Le Devoir, *Montréal, le 11 juin 1996*

A critical policy step in the battle to lower inflation—and keep it down—came when Canada followed New Zealand's lead and, in 1991, adopted "inflation targeting" as a new way of conducting monetary policy. This involved announcing medium-term numerical targets for inflation reduction and control.

"Whose interests, within Canada, do the ill-timed policies of the Bank of Canada serve? These interest rate and exchange policies emerged with little or no public debate. They should be reversed now, while their dangerous implications are more carefully thought out, and more widely discussed."

—Robert White, President, Canadian Auto Workers union, in the* Ottawa Citizen*, 12 April 1988

The Bank's new strategy emerged after a seminal speech in early 1988 by Governor Crow—the Eric J. Hanson Memorial Lecture at the University of Alberta. His starting point was that the aim of monetary policy should be a healthy economy. "Inflation creates distortions," the Governor explained, and there was no long-run employment trade-off from tolerating some degree of it. (There had been a prevalent view that bringing inflation down meant a permanent increase in unemployment, and the right

La lutte visant à ramener l'inflation à un niveau plus bas – et à l'y maintenir – franchit un tournant décisif lorsque le Canada emboîte le pas à la Nouvelle-Zélande et adopte, en 1991, un « régime de cibles d'inflation » comme mode de conduite de la politique monétaire. Ce régime prévoit l'annonce de cibles à moyen terme chiffrées en vue de réduire et de juguler l'inflation.

La nouvelle stratégie de la Banque commence à prendre forme à la suite d'une conférence majeure donnée par M. Crow sous l'égide de la Fondation Hanson à l'Université de l'Alberta, au début de 1988. Le gouverneur rappelle d'abord que la politique monétaire doit viser la santé de l'économie. « L'inflation crée des distorsions », explique-t-il, et à long terme, la tolérance d'un certain niveau d'inflation ne se traduit par aucune compensation au chapitre de l'emploi. (Il fut un temps où l'on s'accordait généralement à dire que, en réduisant l'inflation, on provoquait une hausse permanente du chômage et qu'il fallait trouver un juste équilibre entre les deux. Lorsque l'inflation et le chômage se sont mis à augmenter simultanément, cette théorie a été abandonnée.) La politique monétaire, soutient M. Crow, doit être menée de façon à produire un rythme de croissance de la masse monétaire favorisant la stabilité du pouvoir d'achat de la monnaie.

Le gouverneur réfute la notion selon laquelle il suffit que le rythme d'inflation soit prévisible pour atteindre cet objectif. À son avis, « l'idée d'un taux d'inflation à la fois élevé et stable est carrément chimérique ». Pour ce qui est de la politique budgétaire, « il est impératif qu'elle soit menée de manière à écarter



It's a 'go' vote for free trade

- Tories sweep to a majority
- Dollar shoots to 7-year high

By Hyman Solomon
Financial Post

CANADIAN BUSINESS and financial markets breathed a huge sigh of relief last night as Prime Minister Brian Mulroney led his Tory party to a reduced, but comfortable re-election majority.

At press time late last night, the Progressive Conservatives were predicted to win 170 seats, the Liberals 84 and the New Democrats 41.

An exultant Brian Mulroney became the first Conservative Prime Minister since John A. Macdonald to win back-to-back majorities.

At the same time, the election outcome cast doubt on the political future of both Liberal [illegible] Turner and [illegible]

would allow early passage of the historic pact.

Anticipating the Tory victory, exchange markets registered strong renewed confidence in the C$ and pushed it up 1.61¢ to US82.88¢ by the time markets closed in New York.

News of the Tory majority sent the C$ even higher, to a seven-year high of US83.68¢ in early trading on Asian markets.

Business and markets believe free trade will be an economic plus for Canada, both in terms of enlarged trading opportunities and as a magnet for new investment.

"It's a victory of reason over emo- [illegible]er Hamel, president of [illegible] chamber of Commerce. [illegible], president of the

Le dollar dégringole

La déclaration du nouveau gouverneur de la Banque du Canada devant le comité des Finances provoque ce mouvement à la baisse

Nommé par le premier minis-

Local economists have nicknamed the central bank the "Bundesbank of the North"

"The record of the past 25 years shows a close correlation between rising inflation and falling growth. The policy choice is not inflation or unemployment; it is both, or neither."

—The Financial Post*, 27 July 1987*

trade-off between the two had to be found. When both inflation and unemployment went up, this concept went out the window.) Monetary policy, Crow said, should influence a pace of monetary expansion that promotes stability in the value of money.

He refuted the notion that predictability alone in the general rate of inflation was good enough—"a high, yet stable, rate of inflation is simply unrealistic." As for fiscal policy, he said, "the imperative is to steer wide of the risks of cumulative pressures on debt and deficits." Large government deficits in Canada and abroad, he pointed out, had fed public concerns over just how committed authorities were to price stability. This might also explain why long-term interest rates had remained well above rates of inflation, he contended.

With a new commitment to action on price stability, the Bank also signalled that relatively less attention would be paid to the exchange rate.

In 1991, the Bank and the Mulroney Conservative government jointly agreed to bring the rate of inflation, as measured by the consumer price index, down to 2 per cent by the end of 1995. A more precise definition of price stability was still to be specified. The government's

tout risque qu'elle engendre des pressions cumulatives en matière de dette et de déficit ». Les importants déficits budgétaires au Canada et à l'étranger, déclare M. Crow, ont nourri les doutes du public quant à la détermination des autorités à réaliser la stabilité des prix. Ces facteurs, ajoute-t-il, expliquent peut-être pourquoi les taux d'intérêt à long terme sont nettement supérieurs au taux d'inflation.

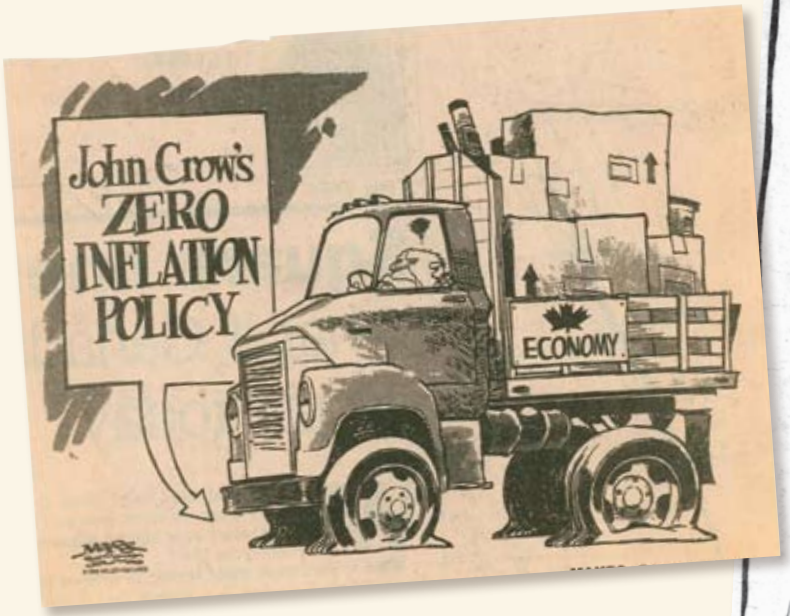
Forte d'un nouvel engagement à assurer la stabilité des prix, la Banque indique par ailleurs qu'elle surveillera moins étroitement le taux de change.

En 1991, la Banque et le gouvernement conservateur de Brian Mulroney conviennent de ramener l'inflation (mesurée par l'indice des prix à la consommation) à 2 % avant la fin de 1995. Il restera à définir plus précisément la stabilité des prix. Le gouvernement a pour visée immédiate de contrer les effets inflationnistes de sa nouvelle taxe sur les produits et services (TPS). L'entente officialise toutefois un objectif stratégique : le maintien dans le temps d'un taux d'inflation moyen bas et stable.

La question de la gouvernance des banques centrales revient également à l'ordre du jour pendant cette période. Dans le milieu universitaire, les économistes plaident pour un partage de la responsabilité des

Quebeckers and others want a bigger say in how monetary policy is made

Decentralizing the central bank



A fashionable joke

John Crow has a very British sense of humor. That's not too surprising given that the governor of the Bank of Canada was born and raised in East London. But it can cause problems in Ottawa, especially when he keeps a straight face.

For example, he got some bad press earlier this year when he answered a question from a reporter in a tweed jacket. Why doesn't Crow practise the wage restraint he preaches instead of giving bank staff big raises? "Because then we'd all have to dress like you."

The same ink-stained wretch ran into Crow again a few weeks ago. "Nice tie," said the pinstriped governor. "Thank you," said the scribe. "The pattern is little cars."

"Oh," deadpanned Crow. "I thought they were gravy stains."

With a put-down like that, no wonder Crow is so good at k



Crow
Sense of hum



immediate aim was to counter the inflationary impact of its new Goods and Services Tax (GST). But the agreement formalized low, stable inflation—on average, over time—as a policy goal.

There was also renewed debate during this period on the issue of central bank governance. Academic economists argued for wider decision-making responsibility for monetary policy rather than leaving it to the



décisions touchant la politique monétaire, qui revient pour l'instant au seul gouverneur. (Le journaliste Andrew Coyne, fils de James Coyne, suggère même que le gouverneur soit élu au suffrage universel.)

Un comité parlementaire présidé par le député libéral John Manley (alors membre de l'opposition) est chargé en 1991 d'examiner le nouveau régime de cibles d'inflation de la Banque sous l'angle de l'autonomie opérationnelle et du mandat général de l'institution. Le gouvernement conservateur préférerait que ce mandat soit plus ciblé et axé explicitement sur la stabilité des prix. Le comité n'est pas de cet avis et confirme le mandat existant de la Banque et le fait que le gouvernement demeure responsable en dernier ressort de la politique monétaire. Aucune modification n'est apportée à la loi constitutive de la Banque.



Governor alone. (Journalist Andrew Coyne, the son of James Coyne, even suggested that the Governor be elected by popular vote.)

In 1991, a parliamentary committee headed by Liberal MP John Manley (then in Opposition) was asked to review the Bank's new inflation-targeting regime in relation to its operational autonomy and broad general mandate. The Conservative government preferred a narrower mandate with an explicit focus on price stability. The committee disagreed. It reaffirmed the Bank's existing mandate and the government's ultimate accountability for monetary policy. No legislative amendments were made.

After the Liberals under Jean Chrétien all but wiped out the Conservatives in the 1993 election, Crow did not stand for a second term. Earlier, Chrétien had claimed that the Bank and the Conservatives were willing to accept sky-high unemployment in order to achieve zero inflation—which wasn't true—and that Canada shouldn't aim to lower inflation below that in the United States. In any event, Paul Martin, the new Liberal finance minister, endorsed the Bank's inflation-targeting strategy. The joint inflation-control agreement was extended to the end of 1998.

When Crow left the Bank, interest rates in Canada were at their lowest in many years, inflation expectations had fallen, and the economy was growing. The dollar had also begun a long decline that would last into the next decade.

« Deux des principales qualités du nouveau président de la Banque du Canada, John Crow, semblent être l'honnêteté, ça va de soi, et la transparence, au point de vouloir démystifier l'auguste et mystérieuse institution qu'il dirige [...] »

— Le Journal de Montréal, ***le 6 février 1987***

Après la victoire écrasante des libéraux de Jean Chrétien sur les conservateurs à l'élection de 1993, John Crow choisit de ne pas assumer un second mandat. Plus tôt, M. Chrétien avait soutenu – à tort – que la Banque et les conservateurs étaient prêts à accepter un taux de chômage vertigineux afin de réduire l'inflation à zéro, ajoutant que le Canada ne devait pas tenter d'abaisser l'inflation en deçà du niveau enregistré aux États-Unis. Quoi qu'il en soit, le nouveau ministre des Finances libéral, Paul Martin, donne son appui à la stratégie de maîtrise de l'inflation de la Banque, et l'entente connexe avec le gouvernement est reconduite jusqu'à la fin de 1998.

Lorsque M. Crow quitte la Banque, les taux d'intérêt au pays n'ont jamais été aussi bas depuis des années, les attentes d'inflation ont reculé et l'économie est en plein essor. Le dollar canadien entre toutefois dans une période de déclin qui se prolongera jusqu'à la décennie suivante.



PROFILE / *Bank of Canada Governor John Crow has gone from playing Julius Caesar in a school play to holding sway over Canadians' economic future*

'I am constant as the northern star'

BY EDWARD GREENSPON
and HARVEY ENCHIN
The Globe and Mail
London, England

AS a boy growing up in London's east end, John Crow starred one year in his school's production of Shakespeare's *Julius Caesar*.

By all accounts, he was a natural for the role. Already tall and authoritative at 16, he was regarded by classmates even back then as a patrician figure. "Julius Caesar," chuckles one of his childhood friends, "that's what he saw himself as."

The east end he subsequently returned to was, as it always had been, one of the grubbiest and roughest districts in the world. It was no coincidence that Dickens, in writing Oliver Twist, chose to place Fagin in Bethnal Green.

Originally, this working class district near the London docks served as a centre for spinning out silk clothes and other garments to be worn by wealthy Londoners in the west end. On Mr. Crow's birth certificate, his father lists his occupation as a millinery cutter.

By the time Mr. Crow was growing up, his father

John Crow

1987–1994

The very first week of John Crow's governorship in February 1987 touched off a burst of media attention. When asked by reporters what he thought a reasonable exchange rate for the Canadian dollar would be, he replied innocuously "about the present level" (75 cents U.S.). The dollar promptly fell three-quarters of a cent, reflecting the market's erroneous interpretation that the Bank would not allow it to go higher.

Later that year, Crow had to cope with the worldwide "Black Monday" stock market crash of 19 October, which chopped 11.3 per cent off the main Toronto Stock Exchange index—its then biggest one-day loss. The panic passed fairly quickly after the Bank and the U.S. Federal Reserve moved energetically to keep credit accessible.

Crow's term remained controversial, though, because his anti-inflation measures were not generally popular. His single-minded style—described by some as "autocratic"—didn't help, either. But his credibility in financial markets was rock solid. His peers appointed him to chair the meeting of central bank governors from the



La toute première semaine de John Crow à la tête de la Banque, en février 1987, crée un mouvement d'effervescence dans les médias. Aux journalistes qui lui demandent quel serait, à son avis, un taux de change raisonnable pour le dollar canadien, le nouveau gouverneur répond candidement : « À peu près le taux actuel » (soit 75 cents É.-U.). Les marchés interprètent faussement ses propos comme une indication que la Banque ne permettrait pas une hausse du dollar, si bien que celui-ci recule rapidement de trois quarts de cent.

Plus tard cette même année, M. Crow doit faire face au krach boursier mondial du 19 octobre (le « lundi noir ») : le principal indice de la Bourse de Toronto enregistre une perte de 11,3 %, la pire qu'il ait essuyée jusque-là en une seule journée. La panique disparaît assez rapidement après les interventions énergiques de la Banque et de la Réserve fédérale américaine afin de maintenir l'accès au crédit.

John Crow continue cependant de semer la controverse tout au long de son mandat, car ses mesures de lutte contre l'inflation n'emportent pas l'adhésion du plus grand



G-10 countries. He earned a reputation as someone "who says what he means and means what he says," wrote Hyman Solomon, Ottawa Bureau Chief of the *Financial Post*.

Crow was born in London, England, within earshot of the bells of the church of St. Mary-le-Bow. By tradition, this made him a "cockney." After National Service with the Royal Air Force (where he qualified as an interpreter in Russian), he attained a degree in philosophy, politics, and economics from Oxford University, and then spent a decade with the International Monetary Fund in Washington. In 1973, he joined the Bank's Research Department in Ottawa, later became an Adviser to the Governor and, in 1981, was appointed Deputy Governor.

nombre. Ses manières résolues – qualifiées par certains d'« autocratiques » – ne jouent pas non plus en sa faveur. Sa crédibilité au sein des marchés financiers est cependant inébranlable. Ses pairs le nomment président de la rencontre des gouverneurs de banque centrale des pays du G10. Il acquiert la réputation d'un homme « qui dit ce qu'il pense et qui pense ce qu'il dit », selon les termes de Hyman Solomon, chef du bureau d'Ottawa du *Financial Post*.

M. Crow est né à Londres, à quelques pas de l'église St. Mary-le-Bow, ce qui fait de lui un « Cockney » en vertu de la tradition. Après son service militaire dans la Royal Air Force (où il obtient le statut d'interprète du russe), il décroche un diplôme en philosophie, en politique et en économie de l'Université d'Oxford. Il passe ensuite une dizaine d'années au FMI, à Washington. Entré au département des Recherches de la Banque en 1973, il devient conseiller du gouverneur, avant d'être nommé sous-gouverneur en 1981.





The upturn is expected to be slow, reports **Bernard Simon**

Bank governor is hero after fall in inflation

When Crow succeeded Gerald Bouey as Governor, inflation was down from the extraordinarily high levels seen earlier in the decade but was not low enough, Crow thought, to be conducive to economic growth. He believed it should be much closer to zero—"Crow's idea of monetary heaven," wrote Charlotte Gray in *Canadian Business* magazine.

One of the first central bankers to adopt inflation-control targeting, he also made more information publicly available on the Bank's operations, and promoted increased interaction between its researchers and the academic community.

In the run-up to the 1993 federal election, when Crow's first term was ending, there was much media speculation that he would not be reappointed because the Liberals were critical of his anti-inflation policies. Crow did not ask to stay. He was 56, and regarded as the "poster pin-up" central banker by other central banks for not giving inflation in Canada "a place to start" again.

Crow moved to Toronto, where he took up private consulting and corporate directorships. He is a Senior Fellow of the C. D. Howe Institute and author of *Making Money: An Insider's Perspective on Finance, Politics, and Canada's Central Bank.*

Lorsque M. Crow succède à Gerald Bouey comme gouverneur, l'inflation est redescendue de ses sommets vertigineux du début de la décennie, mais pas assez, selon lui, pour favoriser la croissance économique. Il estime que le taux d'inflation doit se rapprocher beaucoup plus de zéro : « le paradis monétaire de M. Crow », ironise Charlotte Gray dans le périodique *Canadian Business*.

L'un des premiers dirigeants de banque centrale à adopter des cibles de maîtrise de l'inflation, il fera aussi en sorte que la population soit mieux informée des activités de la Banque et encouragera des interactions plus fréquentes entre les chercheurs de l'institution et le milieu universitaire.

À la veille de l'élection fédérale de 1993, au moment où le premier mandat de John Crow tire à sa fin, les médias se perdent en conjectures : on s'attend au départ du gouverneur, car les libéraux se montrent critiques à l'égard de ses politiques anti-inflationnistes. M. Crow ne sollicitera pas un nouveau mandat. Il a 56 ans et, aux yeux d'autres banques centrales, il est considéré comme un « modèle à suivre » pour ne pas avoir laissé l'inflation « renaître » au Canada.

John Crow déménage ensuite à Toronto, où il offre des services de consultation à titre privé et siège à des conseils d'administration. Agrégé supérieur de recherche de l'Institut C. D. Howe, il est l'auteur d'un ouvrage intitulé *Making Money: An Insider's Perspective on Finance, Politics, and Canada's Central Bank.*

Senate to study single currency for continent



Chrétien mocks proposal for a unified currency

Bank of Canada switches to new rate-setting system

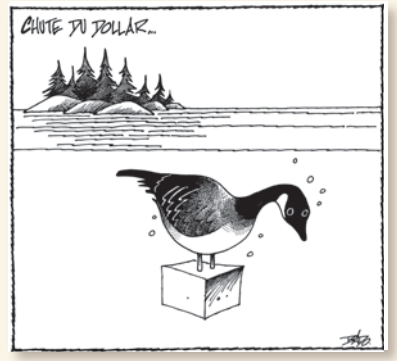
Change designed to make signals clearer

6

OPENING UP THE BANK

Transparency as a Monetary Policy Tool

Canada's 35th Parliament was a strange place indeed when Gordon Thiessen succeeded John Crow as Governor in 1994. The crushing Liberal election victory meant that the Conservatives had all but disappeared. The Bloc Québécois, committed to the separation of Quebec, was the official Opposition.



With exports getting a boost from the Canada-U.S. Free Trade Agreement, the economy was recovering from the 1990–92 recession. The burden of federal (and provincial) budget deficits remained a problem as public debt continued to climb. In January 1995, an editorial in the *Wall Street Journal* said "Mexico isn't the only U.S. neighbour flirting with the financial abyss," warning that Canada could "hit the debt wall" and have to call on the International Monetary Fund (IMF) to stabilize its currency.

L'OUVERTURE

La transparence en tant qu'instrument de politique monétaire

Au Canada, la composition du Parlement de la 35e législature revêt un aspect fort étrange lorsque Gordon Thiessen succède à John Crow, en 1994, à titre de gouverneur de la Banque. Les libéraux ont remporté une victoire électorale si écrasante qu'il ne reste plus que deux sièges aux conservateurs. Le Bloc Québécois, voué à la séparation du Québec, forme l'opposition officielle.

Les exportations du pays sont florissantes, stimulées par l'Accord de libre-échange Canada–États-Unis, et l'économie se remet de la récession de 1990-1992. Des déficits continuent pourtant de grever le budget fédéral (et les budgets provinciaux), de sorte que le niveau élevé de la dette publique demeure un problème. En janvier 1995, un éditorialiste du *Wall Street Journal* prévient ses lecteurs : « Le Mexique n'est pas le seul voisin des États-Unis à flirter





« Le professeur de l'UQAM [Pierre Fortin] [...] a ajouté que M. Thiessen avait "plutôt l'air fou, lui qui claironne depuis un an que l'inflation menace de remonter [...]" Il a estimé que la Banque du Canada devrait être gérée par une structure comportant des gens de l'extérieur [...] "Pour éviter que l'institution ne soit sous le contrôle d'un groupe de fonctionnaires qui se reproduisent entre eux comme des Gremlins dans une piscine." »

— François Pouliot,* Le Soleil*, Québec, le 21 janvier 1998

But the Canadian government would soon get its finances in much better order, as would most provinces. After Paul Martin, the new finance minister, declared rather grandly that "the era of tax-and-spend government is gone," the federal books were balanced in 1997–98 for the first time in 25 years.

Budget surpluses became the new norm. Public debt levels began to fall. Business and personal taxes started to come down. And, in 1995, the Bank shifted its monetary policy focus from inflation reduction to inflation control—keeping it within the range agreed upon with the government, of 1 per cent to 3 per cent with a target of 2 per cent.

The Bank also stepped up its efforts to become more open and accountable, and enhanced its regional presence across the country. The Governor's speeches and appearances before parliamentary committees were models of clarity in explaining how the Bank worked and the importance of its low-inflation goals. "Thiessen puts a human face on the Bank of Canada," the *Toronto Star* said.

A Governing Council was set up to share decision-making responsibility among the Governor, the Senior Deputy Governor, and the four Deputy Governors. The Bank's *Monetary Policy Report,* issued in the Council's name, became a key communications tool. These moves responded to criticism that the Bank had been "secretive and aloof" (as the authors of one disapproving book put it), and that its internal power structure had been far too tight. Cocooned

avec la débâcle financière », et il ajoute que le Canada risque de « crouler sous ses dettes » et de devoir faire appel au FMI pour stabiliser sa monnaie.

Mais le gouvernement fédéral met bientôt de l'ordre dans ses finances, tout comme la plupart des provinces. Paul Martin, le nouveau ministre des Finances, affirme avec une certaine grandiloquence que « l'ère où le gouvernement imposait davantage la population pour dépenser plus est révolue »; le déficit disparaîtra pendant l'exercice 1997-1998, pour la première fois en 25 ans.

Les excédents budgétaires deviennent la norme. Les niveaux d'endettement commencent à reculer, tout comme le taux d'imposition des entreprises et des particuliers. Enfin, en 1995, la Banque réoriente sa politique monétaire : il ne s'agit plus pour elle de réduire l'inflation mais bien de la maîtriser, c'est-à-dire de la maintenir dans la fourchette convenue avec le gouvernement, soit entre 1 et 3 %, la cible étant de 2 %.

Par ailleurs, la Banque redouble d'efforts pour accroître son ouverture, rendre davantage compte de ses actes et étendre sa présence en région. Dans ses discours publics et ses témoignages devant des comités parlementaires, le gouverneur explique avec une clarté exemplaire le fonctionnement de l'institution et l'importance de ses objectifs de faible inflation. Le *Toronto Star* dira à son sujet : « M. Thiessen donne un visage humain à la Banque du Canada. »



EDITORIAL

Price stability remains the goal

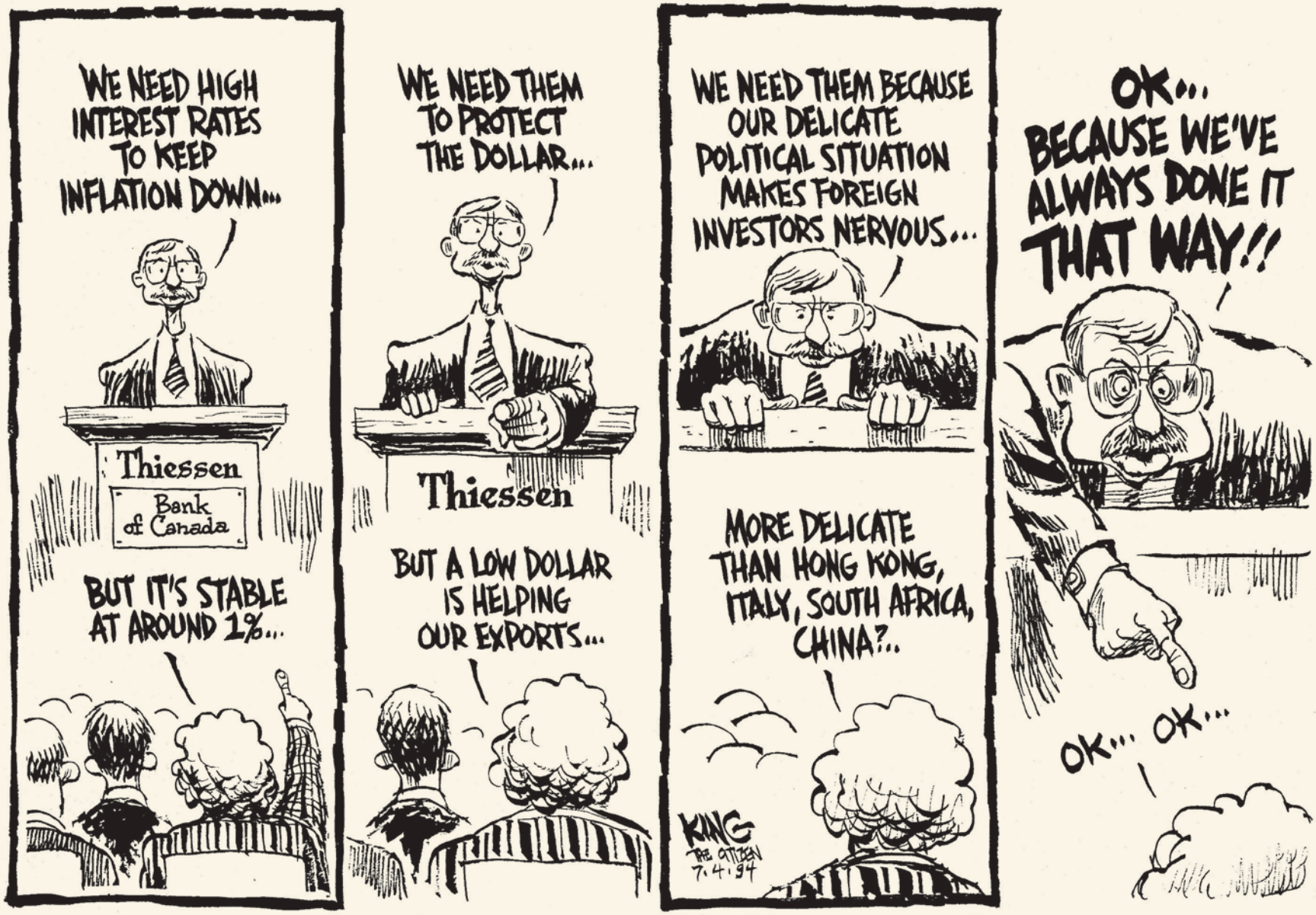
Rate comments pummel dollar

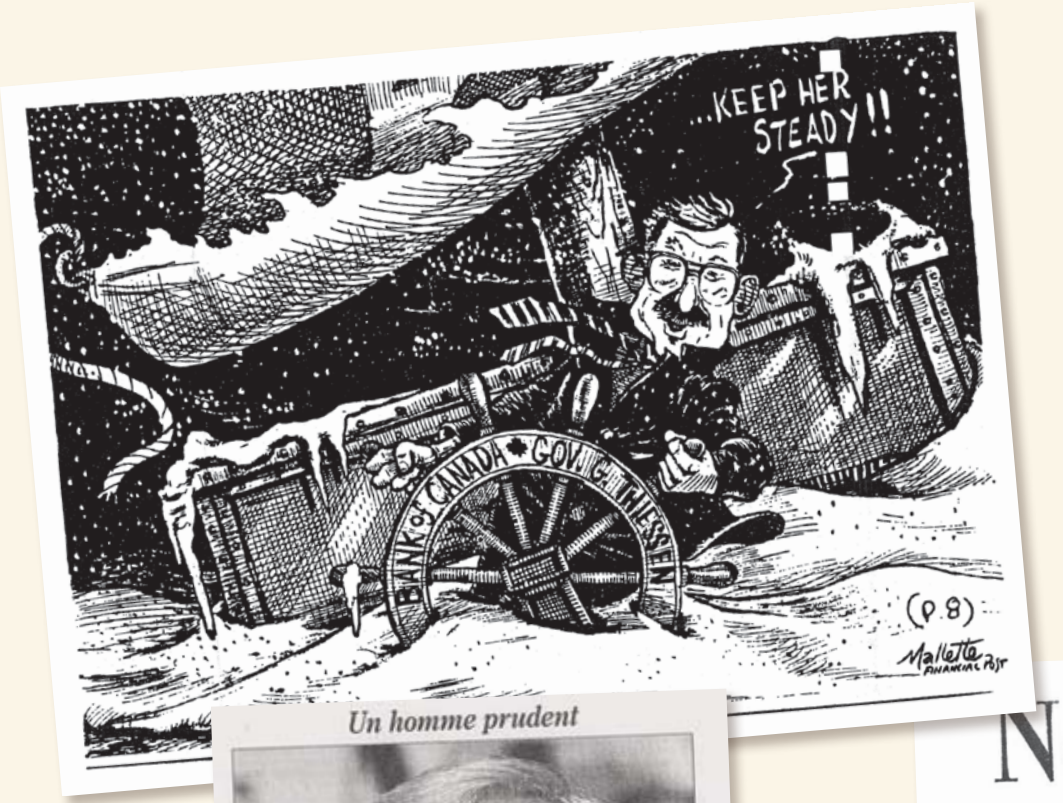
Chrétien defends central bank's refusal to raise rates in short term as inflation is stable

in an "anti-inflation temple," complained Montréal economist Pierre Fortin, a long-time harsh critic of the Bank.

To make its signals clearer to financial markets, the Bank began changing its benchmark interest rate as economic or market conditions required, instead of tying it to weekly treasury bill auctions. In December 2000, it moved to fixed announcement dates eight times a year, with a press release providing the reasoning behind the policy rate decision. Among other benefits, this led to the creation of a shadow Monetary Policy Committee of academic and business economists under the auspices of the C. D. Howe Institute (it comments regularly on monetary directions).

La mise en place du Conseil de direction vise une répartition des responsabilités décisionnelles entre le gouverneur, le premier sous-gouverneur et les quatre sous-gouverneurs. Le *Rapport sur la politique monétaire*, publié au nom du Conseil, devient un outil de communication privilégié. Ces mesures sont prises en réponse aux critiques voulant que la Banque soit « impénétrable et distante » (selon les termes employés par les auteurs d'un ouvrage au ton désapprobateur) et que la structure du pouvoir y soit beaucoup trop centralisée. Les banquiers centraux sont bien à l'abri dans un « temple dédié à la lutte contre l'inflation », se plaint l'économiste montréalais Pierre Fortin, critique de longue date particulièrement sévère à l'égard de la Banque.


WE NEED HIGH INTEREST RATES TO KEEP INFLATION DOWN...
Thiessen
Bank of Canada
BUT IT'S STABLE AT AROUND 1%...
WE NEED THEM TO PROTECT THE DOLLAR...
Thiessen
BUT A LOW DOLLAR IS HELPING OUR EXPORTS...
WE NEED THEM BECAUSE OUR DELICATE POLITICAL SITUATION MAKES FOREIGN INVESTORS NERVOUS...
MORE DELICATE THAN HONG KONG, ITALY, SOUTH AFRICA, CHINA?..
KING
THE CITIZEN
7.4.94
OK... BECAUSE WE'VE ALWAYS DONE IT THAT WAY!!
OK... OK...



« À un membre de la Chambre de commerce qui s'interrogeait sur la possibilité d'avoir une monnaie unique en Amérique du nord, soit le dollar américain, M. Thiessen a rappelé que l'économie canadienne était différente de celle des États-Unis. "Il faut un amortisseur entre les deux économies, a-t-il précisé. La crise financière asiatique l'a démontré." »

— *Norman Delisle,* L'Acadie Nouvelle*, Caraquet, le 27 avril 2000*

Un homme prudent



LE GOUVERNEUR *de la Banque du Canada, Gordon Thiessen, a dit hier que la banque centrale interviendrait certainement si le dollar canadien faisait face à une crise de confiance. Elle ne se fixe toutefois pas de cible quant à la valeur de la devise canadienne au-dessous de laquelle elle hausserait son taux directeur. Gordon Thiessen prononçait une allocution à Montréal dans le cadre de la Conférence sur la mondialisation des économies. Nos informations, page D 2*

Nobel economist urges tying loonie to U.S. greenback

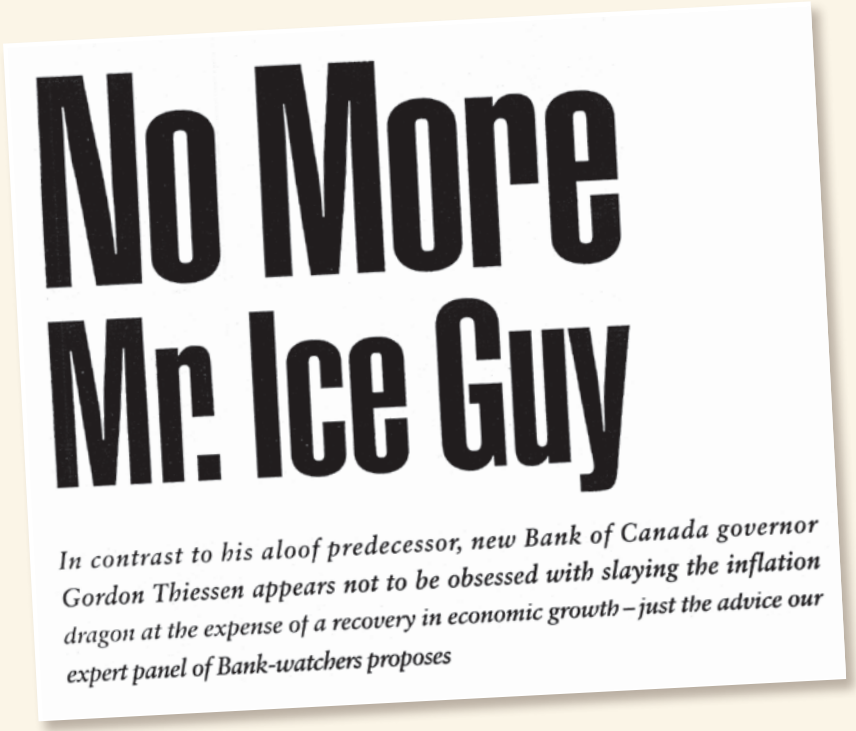
Taxes, government and 'monetary tinkering' cited among things Canada has too much of

Cinquième Conférence de Montréal sur les Amériques

Bernard Landry se fait l'ardent défenseur de la monnaie unique

«Je crois qu'une intégration monétaire dans un vaste espace économique est une nécessité et un grand courant de notre temps»

It was not all smooth sailing, though. The dollar hit a nine-year low in 1995, thanks in part to another Quebec referendum on separation (the "no" side winning by a slender margin). The Asian financial crisis of 1997–98 savaged Canadian exports and terms of trade as the global economy weakened and commodity prices fell. But Canada's flexible exchange rate helped absorb the shock. As the Canadian dollar plunged, export gains to the United States provided an economic boost.



No More Mr. Ice Guy

In contrast to his aloof predecessor, new Bank of Canada governor Gordon Thiessen appears not to be obsessed with slaying the inflation dragon at the expense of a recovery in economic growth – just the advice our expert panel of Bank-watchers proposes

Afin de fournir des indications plus claires aux marchés financiers, la Banque décide de revoir son taux d'intérêt de référence selon l'évolution des conditions économiques et des marchés plutôt que de l'établir en fonction du taux des adjudications hebdomadaires des bons du Trésor. En décembre 2000, elle se dote d'un calendrier annuel de huit dates d'annonce préétablies, publiant chaque fois un communiqué explicatif. Entre autres avantages, cette décision mène à la création, sous les auspices de l'Institut C. D. Howe, d'un comité parallèle regroupant des économistes du milieu universitaire et du secteur privé, qui examine la politique monétaire et soumet régulièrement à la Banque des recommandations sur les mesures à prendre.

Tout ne va pas sans heurts, pourtant. En 1995, le dollar touche son niveau le plus bas depuis neuf ans, en partie à cause d'un second référendum sur la séparation du Québec (où le « non » l'emporte de justesse). La crise financière asiatique de 1997-1998 compromet gravement les exportations et les termes de l'échange du Canada : l'économie mondiale est en perte de vitesse et les prix des produits de base fléchissent. Heureusement, le régime de changes flottants du pays contribue à absorber le choc. Le dollar descend en vrille et la hausse des exportations vers les États-Unis stimule la croissance.



Canadian dollar headed for extinction, experts say

"Thanks to the bank's use of inflation targets, aiming for a rate of increase in core consumer prices between 1 and 3 per cent, Canada now basks in a rare economic circumstance. Canadian short-term interest rates are now below U.S. rates, and long-term rates in the two countries are almost identical."

—Terence Corcoran,* The Globe and Mail, *31 August 1996

With the creation of the single-currency euro in 1999, the merits of a monetary union between Canada and the United States made frequent headlines as some Canadian economists took up the cause. The Bank's own research work had concluded that the price of a shared currency would be too high for Canada. "A loss of a degree of political and economic autonomy and [monetary policy] flexibility," Thiessen said. Monetary union—in reality, adopting the U.S. dollar—did not resonate with the federal or most provincial governments, although Quebec's separatist finance minister liked the idea.

With inflation below 2 per cent on average during the late 1990s, Canadian interest rates remained at their lowest levels in more than two decades. Long-term rates fell below U.S. rates. The Canadian dollar tumbled too. The Bank raised rates during the 1997–98 Asian and Russian financial crises, and intervened in the exchange market when the dollar hit a low of 63 cents U.S. in August 1998.

While GDP growth weakened towards the end of the decade, the Canadian economy did not follow the United States into the short recession that interrupted that country's long period of growth.

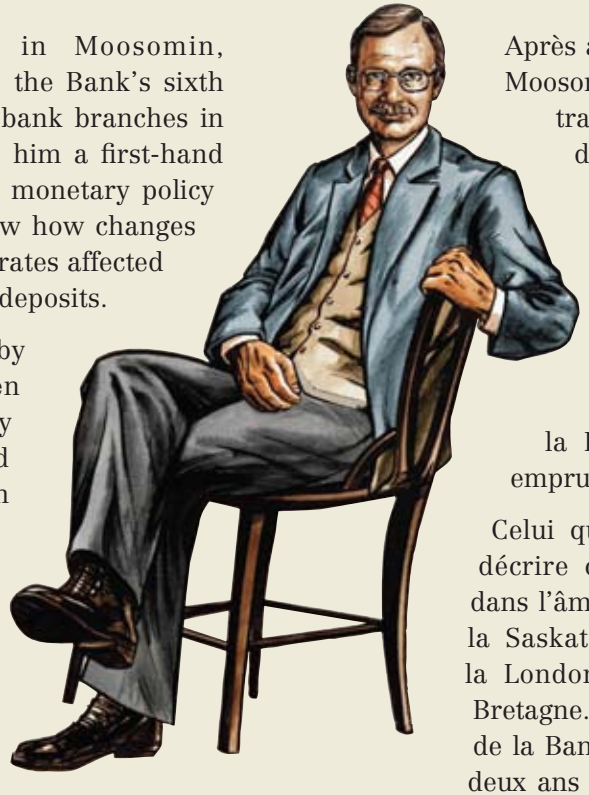
Avec l'avènement de la monnaie européenne unique (l'euro) en 1999, les mérites d'une union monétaire entre le Canada et son voisin du sud font fréquemment les manchettes, certains économistes canadiens plaidant en faveur de cette option. Selon les travaux de recherche de la Banque sur la question, une monnaie commune coûterait trop cher au Canada. Le prix à payer serait « une perte d'autonomie et de souplesse sur le plan politique et économique », fait valoir Gordon Thiessen. L'union monétaire – c'est-à-dire, en fait, l'adoption du dollar américain – n'agrée ni au gouvernement fédéral ni à la plupart des gouvernements provinciaux, quoique le ministre des Finances séparatiste du Québec trouve l'idée intéressante.

À la fin des années 1990, l'inflation au Canada se situe en moyenne sous les 2 % et les taux d'intérêt n'ont pas été aussi bas depuis plus de 20 ans. Les taux à long terme glissent en deçà de ceux en vigueur aux États-Unis. Le dollar canadien chute aussi. La Banque relève les taux pendant les crises financières qui frappent l'Asie et la Russie en 1997-1998 et elle intervient sur le marché des changes lorsque le dollar touche un creux, à 63 cents É.-U., en août 1998.

Malgré un ralentissement de l'expansion du PIB au tournant du nouveau millénaire, l'économie canadienne est épargnée par la brève récession qui touche les États-Unis et qui vient mettre fin à une longue période ininterrompue de croissance dans ce pays.

Gordon Thiessen

1994–2001



After finishing high school in Moosomin, Saskatchewan, Gordon Thiessen, the Bank's sixth Governor, worked in small-town bank branches in the province. This, he said, gave him a first-hand understanding of the impact that monetary policy had on ordinary people, as he saw how changes in the Bank's benchmark interest rates affected the cost of loans and earnings on deposits.

Called "a prairie boy at heart" by the *Western Producer*, Thiessen studied economics at the University of Saskatchewan and later received a PhD from Britain's London School of Economics. He joined the Bank of Canada's Research Department in the early 1960s, spent two years at the Reserve Bank of Australia and, on returning to Ottawa, moved up steadily at the Bank to become Senior Deputy Governor in 1987.

Après avoir terminé ses études secondaires à Moosomin, en Saskatchewan, Gordon Thiessen travaille dans des succursales bancaires de diverses localités de la province. Cette expérience, racontera plus tard le sixième gouverneur de la Banque, lui a permis de comprendre directement les incidences de la politique monétaire sur les gens ordinaires, en constatant les effets qu'avaient les taux d'intérêt de référence fixés par la Banque du Canada sur le coût des emprunts et la rémunération des dépôts.

Celui que le *Western Producer* se plaira à décrire comme « un petit gars des Prairies dans l'âme » étudie l'économie à l'Université de la Saskatchewan, puis obtient un doctorat à la London School of Economics, en Grande-Bretagne. Il entre au département des Recherches de la Banque au début des années 1960, passe deux ans à la Banque de réserve d'Australie et, à son retour à Ottawa, grimpe avec régularité les échelons à la Banque jusqu'à occuper le poste de premier sous-gouverneur en 1987.

While very different in personality from his predecessor, John Crow, the self-effacing Thiessen was portrayed as "the son of Crow" by some cartoonists. "Kinder face, similar game," explained the *Globe and Mail*.

An important legacy for Thiessen was opening up what to outsiders was an often inscrutable national institution. He met frequently with outside groups, including an unprecedented hour-long chat with CBC Radio's Peter Gzowski. In speeches, parliamentary briefings, and press conferences, he patiently explained the necessity of the Bank's anti-inflation goals for the well-being of Canadians.

Bien que sa personnalité diffère énormément de celle de son prédécesseur, John Crow, certains caricaturistes dépeignent le discret Gordon Thiessen comme « le fils spirituel de Crow ». « Le visage est plus aimable, mais le manège est le même », précise le *Globe and Mail*.

L'un des principaux legs du gouverneur Thiessen est d'avoir ouvert aux gens une institution nationale qui leur paraissait souvent impénétrable. M. Thiessen rencontre fréquemment des groupes de l'extérieur, et il accordera entre autres une entrevue d'une heure – du jamais vu – à Peter Gzowski, sur les ondes de la

"In Canadian terms, it seemed about as likely for a [central] bank governor to volunteer to take heat from a chat-show host as it would for the Governor-General to sign up for a break-dance contest. But he got through [CBC's Peter] Gzowski with no apparent problem, and it could be that listeners learned something, if only to clear up the mystery of what role the bank governor plays and how he can or cannot lean on the economy."

—James Ferrabee,* The *(Montréal)* Gazette*, 21 June 1995, on Gordon Thiessen's groundbreaking CBC interview



He dismissed the notion held by some economists that inflation of around 3 per cent acted as a lubricant and was good for economic growth. “An illusion,” he said. He was an ardent defender of floating exchange rates. The Bank had no specific targets for the dollar, he said, but looked at the combined effect of exchange rate and interest rate levels on the economy and responded on that basis.

As well as setting up a collegial decision-making Governing Council with his deputies, Thiessen transformed the Bank’s annual report from a document of little outside interest to one that was much more informative. It included performance measures on inflation control and discussion of how future trends might unfold.

A *Le Devoir* headline called Thiessen “Un homme prudent”—a prudent man. And in the 1990s, he and Liberal Finance Minister Paul Martin proved an effective team in maintaining price stability and putting Canada on a sounder financial footing.

After finishing his term, Thiessen was appointed the founding chairman of the Canadian Public Accountability Board, and served as a director on corporate boards and non-profit groups.

radio de la CBC. Dans ses discours, ses témoignages devant des comités parlementaires et ses conférences de presse, il explique patiemment que les objectifs que poursuit la Banque dans la lutte contre l’inflation sont essentiels au bien-être des Canadiens.

Il rejette le point de vue de certains économistes selon lesquels une inflation d’environ 3 % est un lubrifiant qui favorise la croissance économique. « Chimère », soutient Gordon Thiessen. Ardent défenseur du régime de changes flottants, il déclare que, même si la Banque ne s’est pas donné de cible précise pour le dollar, elle surveille l’effet combiné du taux de change et des taux d’intérêt sur l’économie et réagit en conséquence.

Outre la mise sur pied du Conseil de direction, où lui-même et ses sous-gouverneurs prennent des décisions dans la collégialité, M. Thiessen transforme le rapport annuel de la Banque : ce document auparavant sans grand intérêt pour les gens de l’extérieur foisonne désormais de renseignements utiles. Il renferme entre autres les résultats obtenus au chapitre de la maîtrise de l’inflation et décrit les tendances futures.

« Un homme prudent », titre *Le Devoir*. Pendant les années 1990, le gouverneur Thiessen et le ministre des Finances libéral Paul Martin forment une équipe efficace qui réussit à maintenir la stabilité des prix et à consolider l’assise financière du Canada.

Depuis la fin de son mandat, Gordon Thiessen a été nommé président fondateur du Conseil canadien sur la reddition de comptes et siège au conseil d’administration de diverses sociétés et d’organismes sans but lucratif.

"All the News That's Fit to Print"

The New York Times

Late Edition
New York: Today, sunny, a few afternoon clouds. High 77. Tonight, slightly more humid. Low 65. Tomorrow, sun then clouds. High 81. Yesterday, high 81, low 63. Weather map, Page C19.

VOL. CL . . No. 51,874 NEW YORK, WEDNESDAY, SEPTEMBER 12, 2001 $1 beyond the greater New York metropolitan area 75 CENTS

Copyright © 2001 The New York Times

U.S. ATTACKED

HIJACKED JETS DESTROY TWIN TOWERS AND HIT PENTAGON IN DAY OF TERROR



A CREEPING HORROR

Buildings Burn and Fall as Onlookers Search for Elusive Safety

By N. R. KLEINFIELD

It kept getting worse.

The horror arrived in episodic bursts of chilling disbelief, signified first by trembling floors, sharp eruptions, cracked windows. There was the actual unfathomable realization of a gaping, flaming hole in first one of the tall towers, and then the same thing all over again in its twin. There was the merciless sight of bodies helplessly tumbling out, some of them in flames.

Finally, the mighty towers themselves were reduced to nothing. Dense plumes of smoke raced through the downtown avenues, spurring between the buildings,

President Vows to Exac Punishment for 'Evil'

By SERGE SCHMEMANN

Hijackers rammed jetliners into each of New York's Worl Center towers yesterday, toppling both in a hellish storm of as smoke and leaping victims, while a third jetliner crashed Pentagon in Virginia. There was no official count, but Presid said thousands had perished, and in the immediate aftern calamity was already being ranked the worst and most a terror attack in American history.

The attacks seemed carefully coordinated. The hijack were all en route to California, and therefore gorged with their departures were spaced within an hour and 40 minutes. American Airlines Flight 11, a Boeing 767 out of Bosto Angeles, crashed into the north tower at 8:48 a.m. Eighteen minutes later, United Airlines Flight 175, also headed from Boston to Los Angeles, plowed into the south tower.

Then an American Airlines Boeing 757, Flight 77, left Washington's Dulles International Airport bound for Los Angeles, but instead hit the western part of the Pentagon, the military headquarters where 24,000 people work, at 9:40 a.m. Airlines



7

EXTERNAL SHOCKS

Countering the Unexpected

Canada entered the new millennium with low inflation, high employment, and the federal government budget in surplus. Fears of business disruptions as computers rolled their internal clocks over to the year 2000 soon evaporated.

Early in the decade, though, the Bank had to cut its key interest rate sharply to mitigate the impact on financial markets of a worldwide share-price collapse of high-tech companies as the so-called "dot-com" bubble burst.

Then, on a September morning in 2001, Al Qaeda terrorists slammed two hijacked jetliners into New York's World Trade Center, another into the Pentagon, while a fourth crashed into a Pennsylvania field. The horrific "9/11" attacks killed some 3,000 people and jolted financial markets around the world.

Border crossings between Canada and the United States were temporarily closed. The Bank of Canada and other central banks injected large amounts of cash into traumatized financial markets. In just under three months, the Bank's benchmark interest rate was lowered to 2.25 per cent from 4 per cent.

CHOCS EXTERNES

Contrer les imprévus

Lorsque le Canada entre dans le nouveau millénaire, l'inflation est faible, le taux d'emploi est élevé et le budget du gouvernement fédéral affiche un excédent. La crainte de voir l'activité des entreprises perturbée au moment où les horloges internes des ordinateurs marqueront le passage à l'an 2000 s'évanouit rapidement.

Bientôt, la Banque doit cependant réduire de beaucoup son taux de référence pour atténuer l'effet, sur les marchés financiers, de l'effondrement mondial des cours boursiers de sociétés de haute technologie : c'est l'éclatement de ce que l'on nomme la « bulle technologique ».

Puis, un matin de septembre 2001, des terroristes d'Al-Qaida détournent quatre avions de ligne : ils en lancent deux sur les tours jumelles du World Trade Center, à New York, et un troisième sur le Pentagone, tandis que le quatrième s'écrase dans un champ en Pennsylvanie. En ce funeste 11 septembre, quelque 3 000 personnes perdent la vie, et la secousse est ressentie sur les marchés financiers du monde entier.

La reprise témoigne de l'efficacité des banques centrales, dit David Dodge

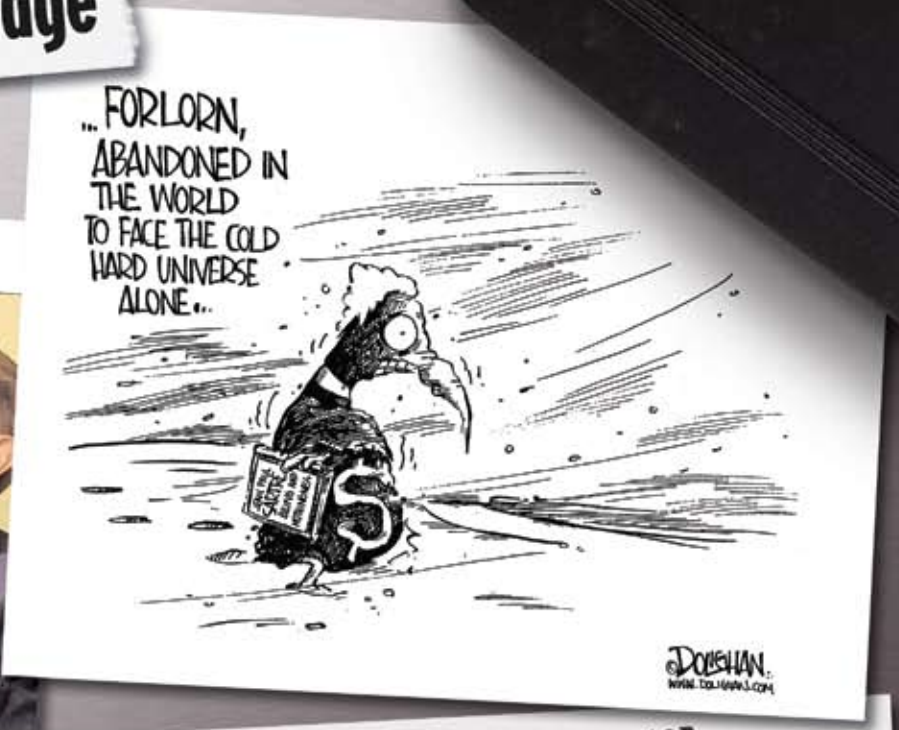
Entrevue David Dodge à *La Presse Affaires*



Le gouverneur de la Banque du Canada, David Dodge, est surpris de voir les entreprises s'acclimater si rapidement à la pousséé [illegible] années 70 et 80, les ajustements avaient été beaucoup plus lents », dit-il. PHOTOS

Le gouverneur est optimiste

L'économie s'ajuste bien à la hausse du dollar, dit Dodge



Baisse des taux de 75 centièmes, mais la récession semble inévitable

RICHARD DUPAUL

La décision surprise de la Banque du Canada hier de retrancher 75 points centésimaux à son taux directeur, pour le porter à son plus bas niveau en 40 ans, agira comme un baume sur la confiance écorchée des consommateurs et des entreprises, mais cela n'empêchera pas le pays de sombrer en récession, prévinent des économistes.



Source: Bloomberg Professional



« C'est une bonne décision de la Banque (...), mais on connaîtra tout de même une récession durant la seconde moitié de 2001 », affirme Alister Smith, économiste en chef adjoint à la Banque CIBC, qui reste confiant cependant que l'économie va « se redresser lentement » au début de 2002.

Les taïés de l'économie devraient d'ailleurs justifier d'autres baisses de taux dans l'avenir, croient aussi les experts. « Avec l'économie qui va se dégrader sous l'effet de la récession aux États-Unis, la Banque pourrait encore réduire les taux de 75 centièmes », avance Marc Lévesque, de la Banque Toronto-Dominion, quoique certains de ses collègues misent plutôt sur des allégements additionnels de 25 à 50 centièmes.

Face à une économie en perte de vitesse plus marquée que prévu, la Banque du Canada a tout de même surpris tout le monde hier en réduisant de 75 centièmes ses taux de référence, au lieu des 50 points largement pressentis. La banque centrale a ainsi fixé à 2,75 % son taux cible de financement à un jour, devenu le taux de référence des milieux financiers, alors que son taux d'escompte s'établit malmenant à 3 %. On n'a pas vu les taux repères de la Banque du Canada à de tels niveaux depuis novembre 1961, au moment où le taux d'escompte tournait autour de 2,7 %.

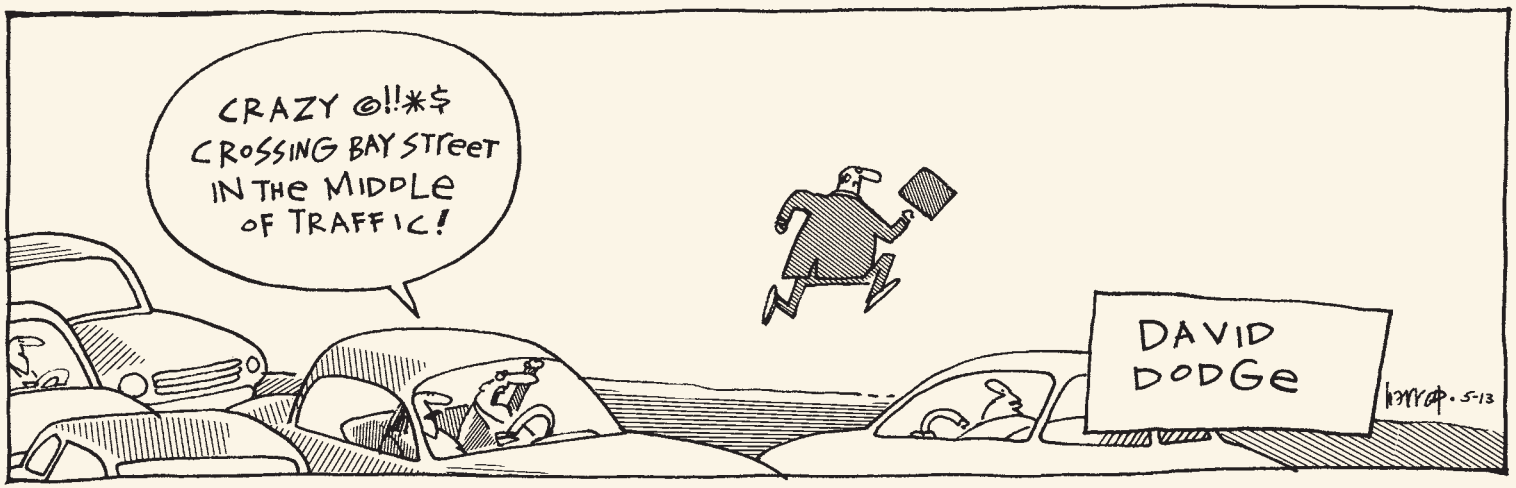
Les institutions financières ont aussitôt emboîté le pas, retranchant 75 points de base à leur taux préférentiel, qui se retrouve ce matin à 4,5 %. Pour les consommateurs, cela peut représenter des économies non négligeables : pour un prêt-automobile de 15 000 $ amorti sur quatre ans, par exemple, les paiements mensuels passent de 370 $ à 364 $ (moyennant un taux « moyen » sur ces prêts de 7,75 %), soit une économie totale de près de 290 $ à terme, selon la Banque Royale.

Voir TAUX en D2

DAVID DODGE REPORT CARD: THE FIRST YEAR

Governor, Martin form a stellar economic duo

David Dodge salue la hausse du dollar

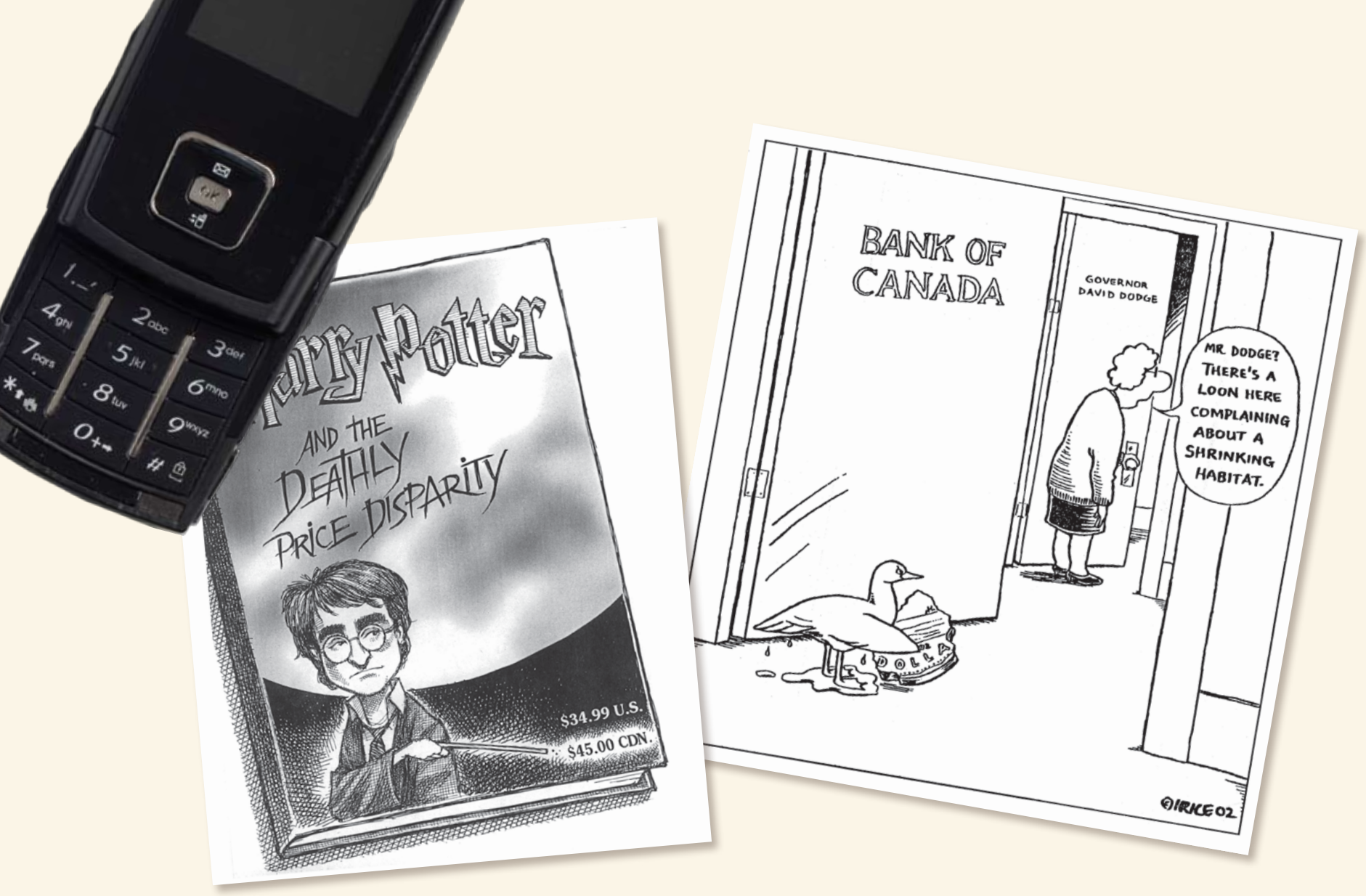


It was a baptism of fire for Governor David Dodge, who had succeeded Gordon Thiessen earlier that year. With business supply chains disrupted, economic growth in Canada in 2001 was only 1.5 per cent—half the average of the previous four years. But the financial and economic shocks following 9/11 did not last long. Growth soon rebounded. "Mr. Dodge and other members of the Bank's Governing Council have been on the mark amid the unprecedented post-Sept. 11 uncertainty," said a year-end *Globe and Mail* article.

Throughout, the Bank maintained its focus on achieving inflation targeting, a policy that Dodge said helped business decision making and led to a more efficient wage-bargaining process. The 1 per cent to 3 per cent joint Bank–government inflation-control agreement, with a midpoint target of 2 per cent, was renewed in 2001 for another five years and again in 2006 for a similar period.

La frontière entre le Canada et les États-Unis est fermée temporairement. La Banque du Canada et d'autres banques centrales injectent d'énormes liquidités dans les marchés financiers chancelants. Le taux directeur de la Banque passe de 4 à 2 1/4 % en un peu moins de trois mois.

Pour le gouverneur David Dodge, qui avait succédé à Gordon Thiessen plus tôt cette année-là, il s'agit d'un véritable baptême du feu. Les chaînes d'approvisionnement des entreprises étant coupées, la croissance économique en 2001 n'est que de 1,5 % au Canada, soit moitié moins que la moyenne des quatre années précédentes. Les chocs financier et économique consécutifs au 11-Septembre ne durent toutefois pas, et la croissance ne tarde pas à reprendre. « M. Dodge et les autres membres du Conseil de direction de la Banque ont réagi avec justesse à l'incertitude sans précédent qui a suivi les attentats du 11 septembre », commente un article du *Globe and Mail* en fin d'année.



« Pour le grand argentier du Canada, il importe que la Banque centrale prenne ses décisions en fonction d'un portrait global de la situation économique du pays [...] »

— Radio-Canada – Nouvelles, le 21 juin 2006

"Dodge is winning kudos for more than his candour. His stick-handling post-Sept. 11 helped spare Canada from recession. The only fly in the ointment is the dollar. Big fly. The currency hit a low of 61.75 cents U.S. a year ago. It has stabilized since then, but remains vulnerable. Should Canadians switch en masse to the U.S. dollar for all their business dealings, or Ottawa finally throw in the towel and adopt the greenback, Dodge will find himself out of a job. It would be an inglorious legacy."

—Konrad Yakabuski,* Report on Business Magazine*, January 2003

The Bank also undertook a series of new initiatives to improve its effectiveness. In 2002, it introduced a semi-annual *Financial System Review* (FSR) to raise awareness of risks posed by financial sector developments and how to address them. The security features of Canadian bank notes were enhanced to stem a surge in counterfeit bills. The Bank also stepped up its counterfeit-awareness programs, and developed a program to support the prosecution of counterfeiters.

Drawing on work done for the FSR, Dodge became an energetic advocate for improving the efficiency of Canadian capital markets. He felt this was necessary for Canada to maintain its currency separate from the U.S. dollar. Dodge was critical of what he called Canada's "Wild West" reputation—in his view, lax security regulation, and not cracking down hard enough on white-collar crime. But he was also against Canada "blindly" copying the regulatory reforms of the U.S. Sarbanes-Oxley Act, because of onerous business compliance costs.

Tout au long de cette période, la Banque continue de se concentrer sur l'atteinte de sa cible d'inflation, politique dont M. Dodge affirme qu'elle aide les entreprises à prendre leurs décisions et accroît l'efficacité du processus de négociation salariale. En 2001 puis en 2006 (chaque fois pour une période de cinq ans), la Banque et le gouvernement renouvellent leur entente sur la fourchette cible de maîtrise de l'inflation : entre 1 et 3 %, avec un point médian de 2 %.

La Banque entreprend également une série d'initiatives en vue de rehausser son efficacité. En 2002, elle lance la *Revue du système financier*, publication semestrielle destinée à mieux faire connaître les risques liés à l'évolution du secteur financier et les moyens d'y remédier. Elle améliore en outre les caractéristiques de sécurité des billets de banque canadiens dans le but d'endiguer une recrudescence de la contrefaçon. Enfin, elle multiplie ses campagnes d'information sur la fausse monnaie et crée un programme visant à faciliter les poursuites judiciaires contre les faussaires.

« L'activité économique nord-américaine a presque été paralysée, lors des journées subséquentes au 11 septembre [...] M. Dodge a toutefois fait remarquer que le coup porté à l'économie canadienne s'était révélé bref. »

— Le Soleil, *Québec, le 7 octobre 2001*

Meanwhile, the Canadian dollar's gyrations remained in the news. It dropped to an all-time low of 61.79 cents U.S. in early 2002, as the U.S. dollar surged on the back of a robust U.S. economy. There was speculation that the Bank would intervene in the exchange market or raise interest rates significantly. Neither happened. From 2003 onward, the dollar soared, along with rising commodity prices. In 2007 alone, it leapt from 85 cents U.S. to an intraday high of US$1.10. But the Bank stuck to its "hands-off" stance, drawing attention to the benefits for the Canadian economy of shifting resources to their most profitable use.


BUSINESS

Last updated at 2:04 AM on 05/10/07

Counterfeit control

Bank of Canada keeping up with crooks through technology

S'inspirant du travail effectué pour la *Revue du système financier*, le gouverneur Dodge plaide avec ardeur pour une plus grande efficience des marchés canadiens de capitaux. Il y voit une condition sine qua non au maintien d'une monnaie distincte du dollar américain. M. Dodge se fait critique à l'égard de ce qu'il appelle la réputation de « Far West » qu'a le Canada : à ses yeux, la réglementation des valeurs mobilières est laxiste et l'on ne punit pas assez sévèrement les crimes économiques. En revanche, il s'oppose à ce que le Canada calque « aveuglément » les réformes réglementaires apportées par la loi Sarbanes-Oxley aux États-Unis, en raison des coûts de conformité exorbitants qu'elles imposent aux entreprises.

Entre-temps, les fluctuations du dollar canadien continuent de défrayer la chronique. Au début de 2002, le huard touche un plancher historique de 61,79 cents É.-U., tandis que le billet vert est en plein essor, porté par la vigueur de l'économie américaine. On se demande si la Banque interviendra sur le marché des changes ou si elle relèvera sensiblement les taux d'intérêt. Elle ne fait ni l'un ni l'autre. À compter de 2003, le dollar canadien prend son envol, parallèlement aux prix des matières premières. Au cours de la seule année 2007, il passe

LES BANQUES CENTRALES

LES BANQUES CENTRALES LES PLUS IMPORTANTES, DONT LA BANQUE DU CANADA, ONT ANNONCÉ HIER DES MESURES EXCEPTIONNELLES VISANT À CONTENIR LES FORTES PRESSIONS SUR LE MARCHÉ DU CRÉDIT. TOURNANT DE LA CRISE? DIFFICILE À DIRE POUR L'INSTANT, LES ÉCONOMISTES AYANT SALUÉ HIER CETTE INITIATIVE AMBITIEUSE, TANDIS QUE LES INVESTISSEURS DEMEURENT CRAINTIFS.

AGENCE FRANCE-PRESSE
ET BLOOMBERG

WASHINGTON — Les grandes banques centrales mondiales ont créé la surprise hier en annonçant une action concertée, la première de cette ampleur depuis le 11 septembre 2001, pour tenter d'enrayer la crise de confiance sur les marchés financiers.

Dans cette foulée, le gouverneur de la Banque du Canada, David Dodge, a admis que les banques centrales ne s'attendaient pas à ce que la crise du crédit dure aussi longtemps.

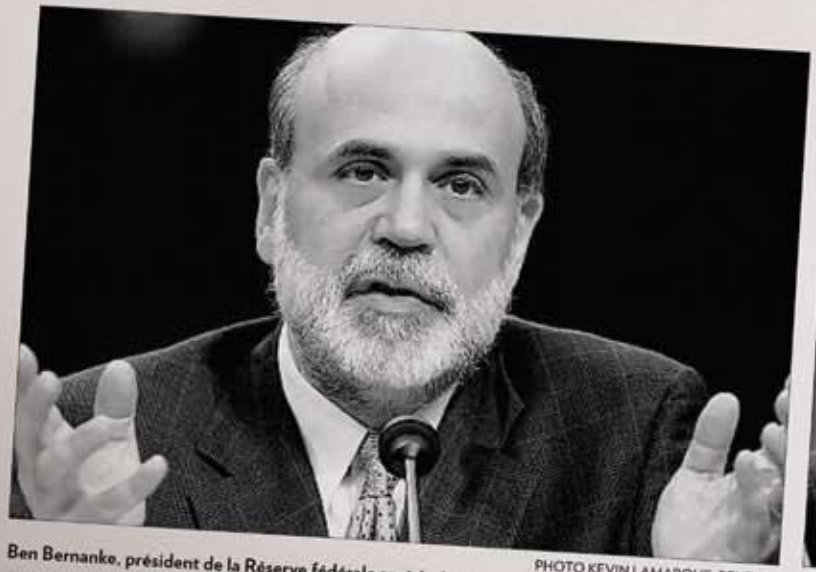
Les grands argentiers de la planète, a déclaré M. Dodge dans une entrevue avec l'agence Bloomberg, croyaient que les marchés «allaient revenir à la normale plus rapidement qu'il apparaît maintenant qu'ils pourront le faire». M. Dodge s'attend d'ailleurs à une volatilité accrue des marchés du crédit ce mois-ci, alors que les entreprises et les prêteurs clôturent l'année 2007.

Aussi, cela explique pourquoi les banques centrales, qui sont «vraiment préoccupées», ont décidé d'intervenir de façon décisive, a-t-il ajouté.

«Aujourd'hui, la Banque du Canada, la Banque d'Angleterre, la Banque centrale européenne, la Réserve fédérale et la Banque nationale suisse annoncent des mesures visant à soulager les pressions élevées sur les marchés du crédit à court terme», a indiqué pour sa part la banque centrale américaine (Fed).

Chaque institut d'émission utilisera des outils différents pour tenter d'augmenter les liquidités que réclament désespérément les banques commerciales, étranglées par la crise des *subprimes*.

La Fed par exemple va proposer aux banques 40 milliards US par l'entremise d'un nouveau système d'enchères. La BCE mènera des adjudications en dollars aux mêmes dates. Parallèlement, la Banque d'Angleterre va proposer à ses banques 11,35 milliards de livres sterling (23,4 milliards CAN).



Ben Bernanke, président de la Réserve fédérale américaine. PHOTO KEVIN LAMARQUE, REUTERS



David Dodge, gouverneur de la Banque du Canada. PHOTO CHRIS WATTIE, REUTERS

Les banques centrales réduisent les taux

Of far more general concern was a deteriorating financial situation in the United States as real estate prices there collapsed and foreclosures rose in the wake of an unravelling subprime-mortgage market (risky, all-too-easy-to-get housing loans). The June 2007 FSR upped the Bank's warnings of a possible under-pricing of risk, and the consequences that an abrupt correction could have on credit markets and economic activity. It also rightly concluded that Canada's financial system was better placed than most other countries to withstand a new round of external shocks.



de 85 cents É.-U. à un sommet intrajournalier de 1,10 $ É.-U. La Banque maintient néanmoins sa politique « non interventionniste » et attire l'attention sur les avantages, pour l'économie du pays, de réaffecter les ressources là où elles sont le plus profitables.

Ce qui inquiète plutôt, c'est la détérioration de la situation financière aux États-Unis, où les prix de l'immobilier s'effondrent et les saisies se multiplient dans la foulée de la débâcle du marché des prêts hypothécaires à risque (prêts à l'habitation consentis trop facilement). Dans sa livraison de juin 2007 de la *Revue du système financier*, la Banque met en garde avec plus d'insistance contre une possible sous-évaluation des risques et les conséquences qu'une correction brusque pourrait avoir pour les marchés du crédit et l'activité économique. Elle conclut en outre, avec raison, que le système financier canadien est mieux placé que celui de la plupart des autres pays pour absorber une nouvelle série de chocs externes.

Alors que la situation s'aggrave aux États-Unis, le marché canadien du papier commercial non bancaire adossé à des actifs, dont la valeur s'élève à 35 milliards de dollars, est frappé d'une paralysie soudaine. Les investisseurs ne parviennent pas à vendre les portefeuilles complexes de titres de créance qu'ont montés pour eux des sociétés de services financiers. Ils se tournent vers la Banque, qui toutefois ne peut

As U.S. problems worsened, Canada's $35 billion market in non-bank asset-backed commercial paper (ABCP) suddenly froze. Investors were unable to sell the complex packages of debt put together for them by financial services companies. They came to the Bank for help, but there was little it could do with the powers it had. A court-administered restructuring of the ABCP market was put in place.

At the end of 2007, the Bank began to lower its key policy interest rate and take other measures to help faltering credit markets. Some critics, such as the Progressive Economics Forum, a coalition of Canadian economists from universities, the labour movement, and activist research organizations, thought the Bank's policies too conservative, and wanted faster, deeper rate cuts.

A full-blown worldwide financial crisis then erupted in autumn 2008. And the fallout would end Canada's remarkably long period of steady economic growth and low unemployment.

guère les aider dans le cadre des pouvoirs dont elle dispose. Le marché du papier commercial adossé à des actifs fera l'objet d'une restructuration gérée par les tribunaux.

À la fin de 2007, la banque centrale commence à abaisser son taux directeur et prend d'autres mesures pour ranimer les marchés du crédit, très fragilisés. Certains critiques comme le Progressive Economics Forum (groupe d'économistes du milieu universitaire canadien, du mouvement ouvrier et d'organismes de recherche militants) estiment les politiques de la Banque trop timides et souhaitent voir celle-ci accroître le rythme et l'ampleur des réductions de taux.

Une crise financière généralisée éclate à l'échelle mondiale à l'automne 2008. Ses retombées mettront fin à ce qui fut, pour le Canada, une période remarquablement longue de croissance économique stable et de faible taux de chômage.

"David Dodge must have a bump on his head the size of Newfoundland from banging it against the wall so many times over the issue of 'financial system efficiency'."

—Jacqueline Thorpe,* Financial Post*, 11 December 2006



ANTHONY JENKINS/THE GLOBE AND MAIL

David Dodge

2001–2008

David Dodge admitted that his term as Governor was relatively easy compared with those of his predecessors. “I just had to make sure the train stayed on the tracks they (the two former governors) built,” he said after declining to stand for a second term.

Joining the Bank in 2001 at age 57, the Toronto-born Dodge enjoyed a term marked mainly by low inflation, stable growth, and low unemployment. His first and last years were the exceptions: a short financial market crisis triggered by the 9/11 terrorist attacks in September 2001, and the implosion of the Canadian asset-backed commercial paper market in August 2007.

Dodge was the first Governor appointed from outside the Bank. He brought to the Bank an impressive depth of experience in social and fiscal public policy. As federal deputy minister of finance, he had been an ex officio member of the Bank’s Board. He had also been federal deputy minister of health and had held senior positions with the Department of Employment and Immigration and the Canada Mortgage and Housing Corporation.



David Dodge reconnaît que son mandat de gouverneur a été relativement facile comparativement à ceux de ses prédécesseurs. « Je n’avais qu’à m’assurer de ne pas dévier de la voie que les deux gouverneurs précédents avaient tracée », déclarera-t-il après avoir refusé de solliciter un second mandat.

Né à Toronto, M. Dodge arrive à la Banque en 2001, à l’âge de 57 ans. Son mandat est caractérisé principalement par une croissance stable et de bas taux d’inflation et de chômage. Seules deux années font exception : la première, marquée par la brève crise des marchés financiers que provoquent les attentats du 11 septembre 2001, et la dernière, qui verra l’implosion du marché canadien du papier commercial adossé à des actifs en août 2007.

David Dodge est le premier gouverneur à ne pas être issu des rangs de la Banque. Il fera profiter l’institution de son expérience aussi impressionnante qu’approfondie des politiques sociales et budgétaires. En qualité de sous-ministre fédéral des Finances, il a été membre d’office du Conseil d’administration de la Banque. Il a également été sous-ministre

After studying economics in the early 1960s at Queen's University (he later taught there and at other universities), Dodge earned a PhD from Princeton University where he had won a scholarship. At the time of his appointment as Governor, a CBC News profile noted that his academic credentials would help "in a role that requires . . . a lot of watching, talking, listening, and a little tea-leaf reading."

In the federal public service, Dodge's key files included labour market issues, health policy, federal-provincial financial transfers, and the design and implementation of the Goods and Services Tax (GST). He was best known as the top official at the Department of Finance after the 1993 Liberal election sweep, when Paul Martin became minister of finance. During their partnership—described as sometimes volatile—budget deficits were eliminated, debt levels lowered, taxes reduced, and the Canada Pension Plan put on a sounder footing. "It was a crusade for him," a senior colleague told the *Ottawa Citizen*.

As Governor, Dodge endorsed inflation targeting and continued the Bank's opening-up process. A self-described "policy wonk," he spoke out about the need for greater financial system efficiency and the importance of higher productivity growth for Canadian prosperity. He established the Bank's high-level research fellowship program that funds leading academics for up to five years on projects related to the Bank's mandate.

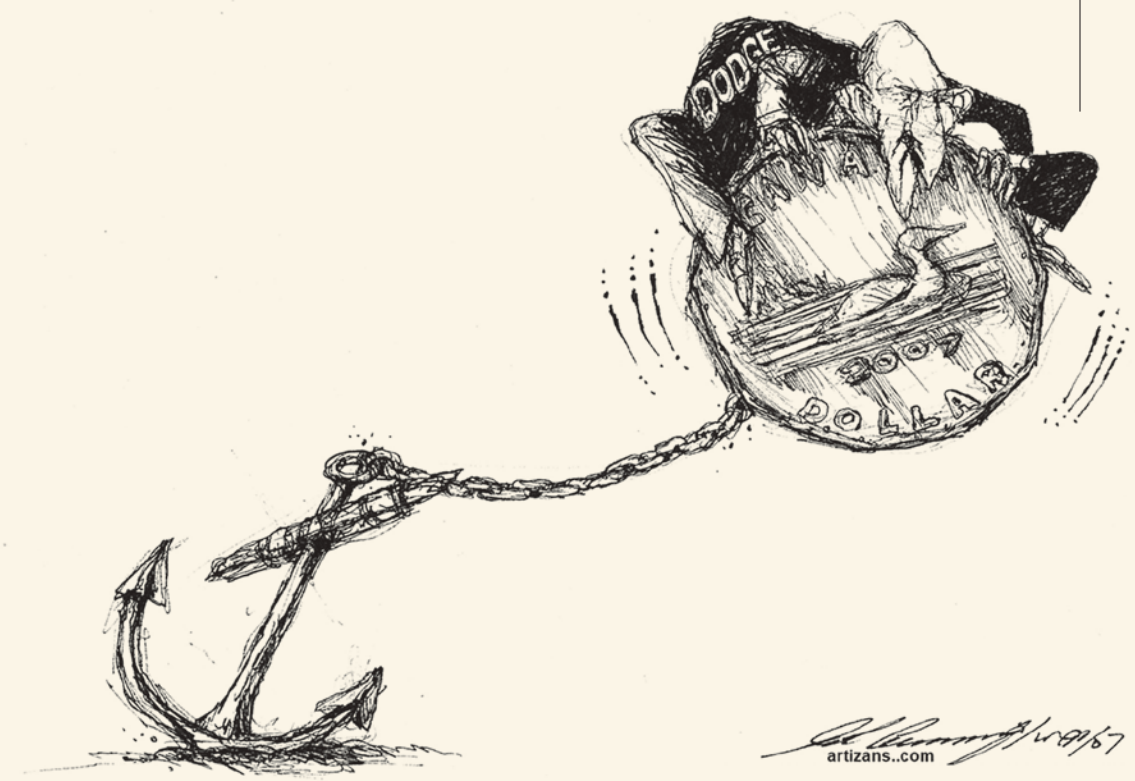
fédéral de la Santé et a occupé des postes de cadre supérieur au ministère de l'Emploi et de l'Immigration ainsi qu'à la Société canadienne d'hypothèques et de logement.

Après avoir étudié l'économie à l'Université Queen's (l'un des établissements où il enseignera plus tard) au début des années 1960, M. Dodge reçoit un doctorat de l'Université de Princeton, où il était boursier. Au moment de sa nomination à titre de gouverneur, CBC News dira de lui que son parcours universitaire l'aidera à assumer « un rôle qui nécessite […] énormément d'observation, de discussion, d'écoute et un peu de divination ».

Dans la fonction publique fédérale, David Dodge s'occupe avant tout de dossiers touchant le marché du travail, des politiques en matière de santé, des transferts financiers fédéraux-provinciaux ainsi que de la conception et de la mise en œuvre de la taxe sur les produits et services (TPS). Il est surtout connu comme le plus haut fonctionnaire du ministère des Finances après le balayage libéral de 1993, ce portefeuille ayant alors été confié à Paul Martin. Pendant leur partenariat – que l'on dit parfois houleux –, les déficits budgétaires disparaissent, la dette publique et les impôts diminuent et le Régime de pensions du Canada retrouve de solides assises. « Pour lui, c'était une croisade », confie l'un de ses collègues à l'*Ottawa Citizen*.

With his straight talk and accessibility, the pipe-smoking, gravelly voiced Dodge was a popular Governor, inside and outside the Bank. When he wanted to get away from it all, his personal retreat was his cattle farm near Ottawa, where he could put his handyman skills to work.

In 2008, Dodge returned to his alma mater, Queen's, to become its Chancellor. He also became a senior adviser to a leading business law firm, and continues to speak and write on public policy issues.



Une fois gouverneur, M. Dodge fait sien le régime de cibles d'inflation et poursuit le processus d'ouverture de la Banque. Se décrivant lui-même comme un « mordu des questions de politique », il parle de la nécessité d'accroître l'efficience du système financier et la productivité pour assurer la prospérité du Canada. Il met sur pied un programme de bourses de recherche de haut niveau à la Banque qui permet de financer, pendant une période pouvant atteindre cinq ans, des projets menés par des universitaires réputés sur des sujets liés au mandat de l'institution.

Avec son franc-parler, son accessibilité, sa pipe et sa voix râpeuse, le gouverneur Dodge jouit d'une grande popularité, tant à la Banque qu'ailleurs. Lorsqu'il désire s'éloigner de tout, il se rend dans son havre de paix : sa ferme bovine située près d'Ottawa, où il peut mettre à profit ses talents d'homme à tout faire.

En 2008, M. Dodge retourne à son alma mater, l'Université Queen's, dont il est nommé chancelier. Il devient aussi conseiller principal auprès d'un grand cabinet d'avocats d'affaires et continue de donner des conférences et d'écrire sur les politiques publiques.

Economic contractions: We've seen a few, but nothing like the big one.

NOT THE GREAT DEPRESSION



BUT IT'S BAD ENOUGH

LA PRESSE AFFAIRES

Des moyens extraordinaires pour relancer l'économie

La Banque du Canada étudie différentes options, selon des économistes

BLOOMBERG

La Banque du Canada agira vite pour mettre en œuvre des politiques monétaires extraordinaires et elle se concentrera sur des achats limités de titres de dette gouvernementaux et de papier commercial, indique un sondage de Bloomberg mené auprès d'économistes.

D'ici juillet, Mark Carney, gouverneur de la Banque du Canada, pourrait adopter des politiques d'assouplissement du crédit et d'autres dites quantitatives en injectant entre 10 milliards et 50 milliards de dollars dans l'économie, selon un sondage auprès de 27 économistes réalisé entre le 8 avril et le 16 avril derniers. Ces mesures dureront environ un an, ont indiqué les spécialistes sondés.

L'économie canadienne est entrée dans sa première récession depuis 1992 et la banque centrale a perçu que l'inflation baissera sous zéro pendant deux trimestres cette année. Ce serait la plus longue séquence de baisses des prix depuis les années 1950 et un test de la capacité de M. Carney d'atteindre son objectif de 2 % d'inflation.



PHOTO: JIMMY JEONG, ARCHIVES LA PRESSE CANADIENNE

Le 3 mars dernier, Mark Carney, gouverneur de la Banque du Canada, a abaissé le taux directeur à 0,5 %, un record.

« La banque fera l'objet de pressions internationales pour qu'elle adopte des mesures d'assouplissement quantitatif, bien qu'elle ait ses propres préoccupations à cet égard », souligne Duane Rockerbie, doyen de la faculté d'économie de l'Université de Lethbridge, en Alberta. « Étant donné que le taux cible des prêts d'un jour est près de zéro, il reste peu d'outils monétaires à utiliser », ajoute-t-il.

Les économistes sont divisés quant aux sortes d'actifs que la Banque du Canada est susceptible d'acheter, 13 économistes soutenant que la banque achètera probablement des titres de dette gouvernementaux alors qu'un nombre semblable affirme que les décideurs de la banque opteront pour des titres de dette d'entreprises. Dans les deux cas, la banque centrale se concentrera vraisemblablement sur des titres venant à échéance dans trois ans ou moins, selon les économistes interrogés.

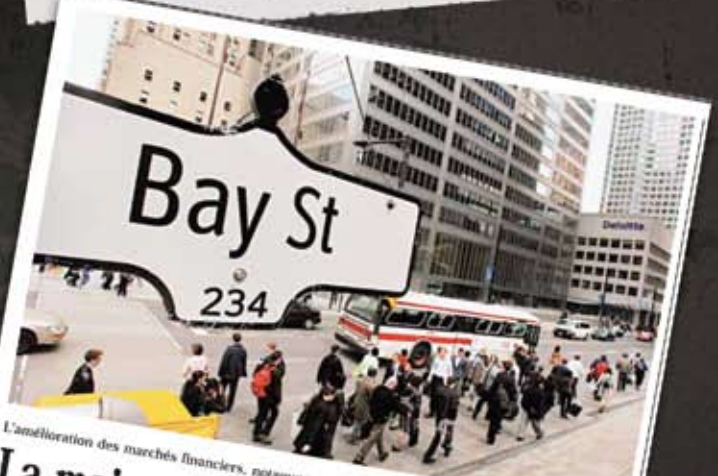
Les banques canadiennes n'ont pas reçu un seul dollar en aide du gouvernement depuis le début de la crise du crédit en août 2007. Au cours de la même période, les contribuables américains ont versé 392,5 milliards US pour venir à la rescousse de plus de 350 entreprises. Le système financier sain en vigueur au Canada permet à M. Carney d'adopter des mesures plus modestes, explique M. Rockerbie.

La Banque du Canada ne s'est pas engagée à faire de nouveaux achats de titres ou à augmenter la masse monétaire, se contentant d'indiquer qu'elle expliquerait comment ces politiques seront appliquées le cas échéant. La banque centrale exposera son cadre de travail dans une annexe à son rapport sur la politique monétaire, qui sera publié jeudi, soit deux jours après sa décision, aujourd'hui, sur les taux d'intérêt.

Le 3 mars dernier, M. Carney a abaissé le taux directeur à 0,5 %, un record. Un sondage mené par la banque auprès de responsables des prêts entre le 17 mars et le 24 mars a indiqué que ceux-ci s'attendaient que le crédit est beaucoup plus cher qu'il ne l'était (80 points de pourcentage plus élevé) que ceux qui existaient avant qu'il est moins cher.

Dans un autre sondage mené par la Banque du Canada auprès de 100 dirigeants d'entreprises dont les résultats ont été publiés le 15 avril dernier, 41 répondants soutenaient que la baisse des prix à la consommation progresserait à une cadence de 1 % annuellement au cours des deux prochaines années.

Deflation, not inflation a worry for investors



L'amélioration des marchés financiers, notamment, a fait progresser l'économie canadienne. MARK BLINCH/REUTERS

La moins grave des trois dernières récessions au Canada

Toronto — Une croissance positive au troisième trimestre cette année est toujours prévue pour l'économie canadienne, estiment les Services économiques RBC (Banque Royale), soulignant à l'instar de plusieurs autres analystes que la reprise en 2010 sera modeste.

Un nouveau rapport des Services économiques RBC publié hier indique qu'il devient de plus en plus clair que les vigoureuses mesures de relance mises en œuvre par l'effet escompté et

pour les troisième et quatrième trimestres, le groupe RBC prévoit un recul du PIB de 2,4 % en 2009. L'an dernier, le pays avait enregistré une croissance de 0,4 %.

Pour ce qui est des provinces, RBC prévoit que neuf d'entre elles afficheront une croissance négative en 2009 et que le

Economist

OCTOBER 18TH–24TH 2008

www.economist.com

The reinvention of Gordon Brown

John McCain's last chance

Controlling drug addiction

Goodbye to Jörg Haider

CAPITALISM AT BAY

Canada to lead global recovery: IMF

8

RIDING OUT THE STORM

The Global Financial Crisis, Recession, and Recovery

Just when the ups and downs of the business cycle seemed tamed, Canadian economic growth sputtered to a halt in 2008 and then went into a tailspin that resulted in the first recession in almost two decades.

Canada was suddenly caught in the carnage of a worldwide slump born of the 2007 U.S. housing-market collapse. Stock markets crumpled. Banks and investment firms in the United States and other major economies went bust or were shored up by

"The patient is out of the operating room,

but is not out of the sick bay by a long shot."

—Economist David Rosenberg,
Metro *(Ottawa), 5 June 2009*

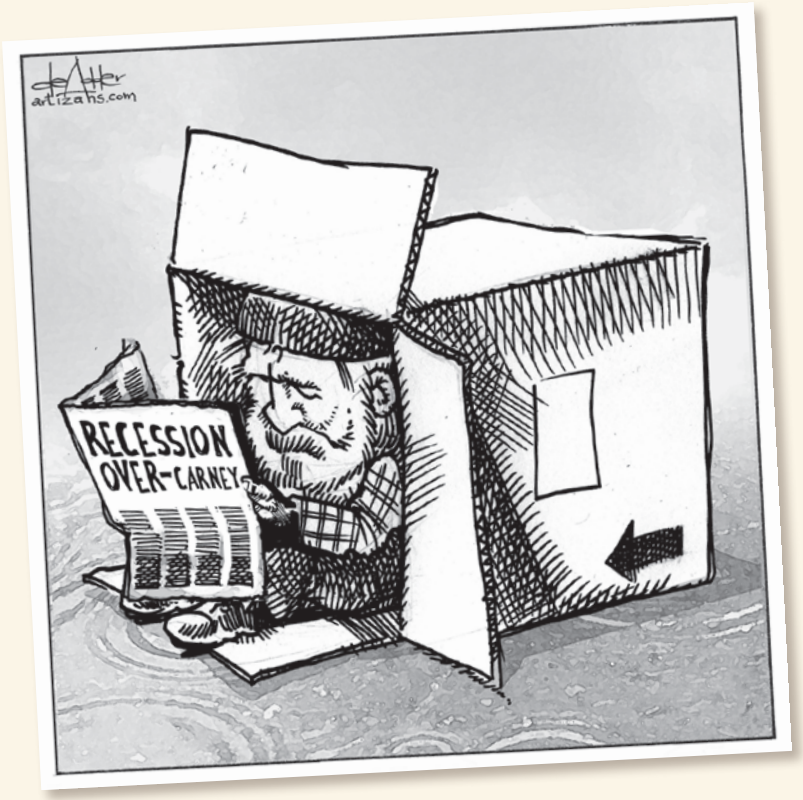
SURVIVRE À LA TEMPÊTE

Crise financière, récession et reprise à l'échelle mondiale

En 2008, juste au moment où l'on croit avoir maîtrisé les fluctuations du cycle économique, le taux de croissance de l'économie canadienne se met à piétiner, puis à dégringoler. Il s'agit de la première récession au pays en près de 20 ans.

En peu de temps, le Canada est emporté par les effets dévastateurs du marasme mondial qui a été provoqué par l'effondrement, en 2007, du marché américain du logement. Les places boursières s'écroulent; aux États-Unis et dans d'autres grandes économies, des banques et des sociétés d'investissement déclarent faillite ou doivent être renflouées par les gouvernements. Heureusement, il en va autrement au Canada, où la stabilité du système bancaire, largement supérieure, « fait l'envie de la planète », écrit Don Martin dans sa chronique du *National Post*.

Néanmoins, lorsque l'activité se contracte aux États-Unis et que le commerce mondial périclite, notre économie axée sur les exportations ne tarde pas à s'en ressentir fortement. Le nombre de faillites et



governments. Fortunately, this was not the case in Canada. In contrast, a much more stable Canadian banking system was "the envy of the world," as columnist Don Martin said in the *National Post*.

Still, as the U.S. economy contracted and global trade collapsed, Canada's export-driven economy felt the impact rapidly and harshly. Bankruptcies and unemployment rose. Business and consumer confidence plummeted as did the availability of credit. But the crisis did not become another Great Depression, thanks to social safety nets and coordinated intervention by political leaders and central bankers of the world's major economies (the G-20).

le taux de chômage augmentent. La confiance des entreprises et des consommateurs s'effrite et le crédit se fait plus difficile à obtenir. Grâce à la protection sociale et à l'intervention concertée des dirigeants politiques et des banquiers centraux des grandes économies du globe (le G20), on évite que la crise ne débouche sur une autre grande dépression.

Sous la direction du gouverneur Mark Carney, qui a succédé à David Dodge au début de 2008, la Banque du Canada réagit avec vigueur et rapidité afin de limiter les dégâts. Aux yeux de certains, ses interventions laissent présager un élargissement de la portée de la politique monétaire canadienne dans les années à venir. De surcroît, les nouvelles orientations de l'institution projettent le gouverneur à l'avant-scène lorsque la nécessité de calmer la nervosité des marchés financiers se transforme en urgence absolue.

« Les banques centrales croyaient bien avoir trouvé la recette magique capable de dompter l'inflation, de maintenir une croissance économique presque ininterrompue et d'aplanir les rares épisodes de ralentissement. La crise mondiale vient aujourd'hui remettre tout cela en cause. »

— Éric Desrosiers,* Le Devoir, *Montréal, le 25 mai 2009

Under Governor Mark Carney, who had succeeded David Dodge in early 2008, the Bank of Canada moved quickly and forcefully to temper the damage. Some thought its actions portended a wider scope for Canadian monetary policy in the years ahead. The Bank's new directions also thrust the Governor into a highly visible public role as the need to calm unnerved financial markets assumed critical urgency.

To loosen seized-up credit markets, the Bank used new and existing powers to support the financial sector by extending credit against a broad range of financial assets. To lower borrowing costs, the


Rising dollar could 'offset' economic improvements

Bank of Canada monetary comments have 'more edge' than expected


www.ledevoir.com

LE DEVOIR

Vol. C N° 46 — LE MERCREDI 4 MARS 2009 — 1,10 $ + TAXES

La Banque du Canada au bout du rouleau

Le taux directeur approchant le zéro, la banque centrale songe à des mesures inédites

FRANÇOIS DESJARDINS

Au moment d'abaisser son taux directeur, la Banque du Canada a admis hier qu'elle est en train d'épuiser son coffre à outils traditionnel et qu'elle dévoilera le 23 avril de nouvelles mesures qu'elle compte mettre en place pour soutenir l'économie. Parmi les hypothèses qui circulent chez les économistes figurent des interventions inédites dans le monde du crédit des entreprises et auprès des banques.

Comme le prévoyait une majorité d'économistes, la Banque du Canada a fait passer son taux directeur de 1 % à 0,5 %, un plancher historique, en signalant que l'économie mondiale continuait de se détériorer et que le Canada n'était pas épargné par cette érosion planétaire. «*La nature de la récession aux États-Unis, dont les secteurs de l'automobile et du logement sont fortement déprimés, est particulièrement préoccupante pour le Cana-*da», a écrit la Banque du Canada, dont le communiqué laisse planer, à demi-mot, une nouvelle baisse des perspecti

VOIR PAGE A 10: BANQU

Désireuse de remédier à la paralysie des marchés du crédit, la Banque ajoute de nouveaux outils à son arsenal de soutien du système financier en octroyant des crédits garantis par un large éventail d'actifs financiers. Pour réduire les coûts d'emprunt, elle abaisse graduellement son taux directeur (le taux cible du financement à un jour) pour le faire tomber à 1/4 % – un creux historique – en avril 2009, alors qu'il se situait à 4 1/4 % quelque 18 mois plus tôt. Elle prend aussi l'engagement sans précédent de maintenir le taux directeur à ce niveau jusqu'en juin 2010, sauf si l'atteinte de la cible d'inflation de 2 % se trouvait compromise.

Le gouverneur Carney annonce également que la Banque prendrait des mesures de politique monétaire encore plus draconiennes au besoin – des mesures aux consonances techniques comme « assouplissement quantitatif » et « assouplissement direct du crédit ». Cette « option nucléaire », ainsi que l'ont surnommée certains économistes, est celle qu'ont choisie les banques centrales des États-Unis et du Royaume-Uni en achetant divers titres, notamment

Seven reasons why calls for Bank of Canada intervention in the currency market are misguided

Hands off the dollar

benchmark interest rate (the "overnight" rate) was cut in stages to a historic low of 0.25 per cent by April 2009, from 4.25 per cent some 18 months earlier. The Bank also took the unprecedented step of committing to freeze that rate until June 2010, unless its 2 per cent inflation target was at risk.

Governor Carney also announced that, if necessary, the Bank would take even more drastic monetary policy measures with technical labels such as "quantitative and credit easing." Some economists called this the "nuclear option." It was a path that central banks in the United States and Britain embarked on as they flooded money into their rattled financial systems by buying bonds and other securities from banks and other financial institutions.

With the Canadian financial sector in relatively good shape compared with many of the country's trading partners, the Bank of Canada held back on quantitative easing. But it indicated that it might use these unconventional approaches if economic recovery was threatened by the rise in the external value



FT.com
FINANCIAL TIMES

Canadian banks prove envy of the world

By Christopher Mason in Ottawa and Bernard Simon in Toronto
Published: February 19 2009 22:37 | Last updated: February 20 2009 00:31

Banks are usually not on the agenda when US presidents visit Canada
foreign trip as president, Barack Obama said the performance of Can
the Group of Seven nations in not receiving a government bail-out –



"Canada has shown itself to be a pret
system in ways that we haven't alway
Obama told a Canadian broadcaster.

The president spent Thursday in Ott
prime minister, to discuss the econo
addition to any talk surrounding the

In large part because of their cons
on a vast and stable retail branch network,
relationship, Canada's banks have remained the strongest
according to an October report by the World Economic Forum, the soundest in the world.

"In Canada
review you
Booth, a
much

In C

ld-fashioned way, where when you need money you go to the bank and they
d you no more than 75 per cent of the value of your house," said Laurence
iversity of Toronto. "Canada is a more conservative place and, as
hat approach pays off when others begin a race to the bottom."

ada, Toronto-
Imperial Bank of
ol the market
ng geographic
d in the US.

ks, are more
tions, which would
dent stockbrokers
us putting investment
commercial banking.

panies such as Merrill Lynch have been brought
ch as this, the US is moving towards a Canadian

Carney has been rate cutter

The Bank of Can
long tradition of
public policy exp
named Mark Ca
veteran of Goldm
governor early la
writes Christop

Accès au crédit au Canada

12 milliards $ dans les marchés monétaires

PRESSE CANADIENNE

OTTAWA - La Banque du Canada injectera un montant additionnel de 12 milliards$ ou plus dans les marchés monétaires pour s'assurer que les Canadiens aient accès à des prêts.

Selon la banque centrale, la crise financière mondiale affecte gravement l'accès au crédit au Canada.

La Banque du Canada a déjà octroyé 8 milliards$ en trois opérations depuis le 19 septembre dernier pour fournir des liquidités aux marchés du crédit à plus d'un jour.

La banque a indiqué vendredi que « compte tenu des pressions persistantes sur ces marchés », elle augmentera les mesures visant à fournir des liquidités au moyen de prises à pension à plus d'un jour, ce qui permettra aux prêteurs commerciaux d'avoir accès à des fonds pour des périodes allant jusqu'à 91 jours.

La Banque du Canada prévoit maintenant que le montant total de ses injections sera d'au moins 20 milliards$ d'ici le 6 novembre. La Banque conclura également des prises à pension à plus d'un jour une fois par semaine jusqu'à la fin de l'année civile.

Enfin, « face aux conditions sur le marché », la Banque acceptera temporairement en garantie de la part des courtiers affiliés le papier commercial adossé à des actifs (PCAA) dont les banques sont les promoteurs.



Jeudi, la Bourse de Toronto a clôturé en forte baisse. Dans l'objectif de fournir des liquidités aux prêteurs commerciaux, les dirigeants de la Banque du Canada ont injecté 12 milliards$, hier, dans les marchés monétaires. (Photo PC)



BANQUE DU CANADA

Le taux d'intérêt collé au «plancher»

Un engagement de plus d'un an



Le gouverneur de la Banque du Canada, Mark Carney, présentera demain son *Rapport sur la politique monétaire*. — PHOTO REUTERS

Central bank weighs 'nuclear option,' analyst says

"Quantitative easing is viewed as the nuclear option for central banks and one does not lightly banter about the use of nuclear weapons unless there is a very serious intent. In turn, the Bank of Canada must be rather serious."

—Eric Lascelles, Chief Economist and Rates Strategist, TD Securities, in the* Ottawa Citizen*, 4 March 2009

of the Canadian dollar in late 2009. Private sector economists advised against direct intervention in the foreign exchange market, arguing this had led monetary policy astray in the past.

As in other countries, the Canadian government rolled out a substantial "stimulus" spending program to help brace the economy, including direct financial support for the flailing auto industry.

Meanwhile, the Bank highlighted the advantages of a "macroprudential" approach to oversight and regulation, to identify fault lines in economic and financial developments that could potentially have serious consequences for the safety of the overall

des obligations, aux banques et autres institutions financières dans le but d'inonder de liquidités leurs systèmes financiers chancelants.

Comme notre secteur financier se porte plutôt bien par rapport à celui de beaucoup de nos partenaires commerciaux, la Banque du Canada n'a pas à emprunter la voie de l'assouplissement quantitatif. Elle fait savoir par contre qu'elle envisagerait le recours à ces mesures non traditionnelles si la reprise était menacée par la hausse de la valeur externe du dollar à la fin de 2009. Des économistes du secteur privé déconseillent à la Banque d'intervenir directement sur le marché des changes, soutenant que cela avait fait déraper la politique monétaire par le passé.

Au Canada, comme dans d'autres pays, le gouvernement met en place d'ambitieux programmes destinés à « stimuler » la dépense et à soutenir l'économie, dont une aide financière directe à l'industrie automobile en perte de vitesse.

Entre-temps, la Banque fait valoir les avantages d'une approche « macroprudentielle » en matière de surveillance et de réglementation qui permettrait de repérer dans l'évolution économique et financière les failles susceptibles de compromettre gravement la sûreté du système financier dans son ensemble. Ainsi que l'explique le gouverneur Carney, il faut se concentrer sur la forêt, et non sur les arbres. Cette approche sera adoptée par les chefs d'État et de gouvernement du G20.



financial system. This meant focusing on the forest, not the trees, as Governor Carney explained it. The approach was adopted by G-20 leaders.

By the autumn of 2009, the black clouds of credit crunch and economic downturn were dissipating. Stock markets had recovered about half their losses. The Bank reported that recovery was under way in Canada, although both at home and abroad it was expected to be arduous and slow. Carney also warned that government stimulus spending could do only so much. “The expedient should not become the permanent,” he said. “It is paramount that fiscal policy frameworks retain credibility.”

À l’automne 2009, les nuages noirs causés par le resserrement du crédit et le ralentissement économique se dissipent. Les places boursières ont regagné environ la moitié du terrain perdu. La Banque annonce que le pays a renoué avec la croissance, mais ici comme ailleurs, on s’attend à ce que la reprise soit lente et difficile. Mark Carney émet en outre une mise en garde : il y a une limite à l’effet de stimulation que peuvent avoir les dépenses publiques. « L’expédient ne devrait pas devenir permanent, dit-il. Il est essentiel que les cadres de politique budgétaire demeurent crédibles. »

Les économistes du secteur privé exhortent le gouvernement canadien à prévoir une stratégie de « désengagement », c’est-à-dire de réduction de ses dépenses lorsque la situation économique s’améliorera. Bon nombre d’entre eux craignent que les mesures de relance budgétaire et l’assouplissement du crédit n’alimentent l’inflation et ne la fassent grimper au-delà de la limite supérieure de la fourchette de 1 à 3 % établie par la Banque. D’autres s’inquiètent plutôt de la déflation, dans l’éventualité où le recul des prix observé pendant une grande partie de 2009 se poursuivrait.

À la fin de 2009, toutefois, le taux d’augmentation de l’indice des prix à la consommation est remonté à l’intérieur de la fourchette de maîtrise de l’inflation que s’est fixée l’institution, celui de l’indice de référence restant près de la cible de 2 %. « La Banque examine tout à travers le prisme de l’atteinte de la cible d’inflation », souligne le gouverneur au moment où le ralentissement économique touche un creux et où le dollar canadien reprend de la vigueur.



SPEAKING at Davos, Carney (second from left) was out of step with the pessimists

C.D. Howe Institute
Institut C.D. Howe

MONETARY POLICY

To the Next Lev

From Gold Standard to Inflat
to Price Stability?

The recession is over ...

Carney predicts growth this quarter, capping the downturn at a short 9 months – and providing the
rest signal yet
t the worst
behind us

Market rally begins:
March 4, 2009
Close: 7,814.75

July 23, 2009
Close: 10,675.68

Economic crisis

Time to start printing money

Carney to lobby for regulatory changes

50

Can Canada improve on its
2 percent inflation target
measures, a lower inflati
accountability could bet

Private sector economists urged the Canadian government to have an "exit strategy" ready to pull back spending when economic conditions improved. Many worried that fiscal stimulus and easier credit conditions would fuel inflation beyond the Bank's 1 to 3 per cent target range. Others thought deflation the bigger worry if prices kept dropping as they had through much of 2009.

By late 2009, however, Canada's consumer price index was nudging up again into the Bank's inflation-control range with the core CPI measure remaining near the Bank's target of 2 per cent. "The Bank looks at everything through the prism of achieving our inflation target," Carney emphasized as the economic downturn bottomed out and the Canadian dollar ratcheted upward.

The Bank's inflation-targeting agreement with the government is due to expire at the end of 2011. Research is well under way at the Bank on the best course for the future. Some economists suggested that inflation targeting alone would not be enough to prevent boom-and-bust cycles and proposed switching to price-level targeting—that is, targeting the price level directly and committing to offset any unexpected deviations over time. Under inflation targeting, such deviations are effectively ignored—bygones are bygones—as long as future inflation is brought back to the target. At the same time, observers noted that inflation targeting in Canada had worked quite well, on the whole.

« "Avec l'engagement de maintenir le taux à 0,25 % jusqu'au deuxième trimestre de 2010, la BdC cherche à assurer que les taux de long terme demeureront faibles, une condition nécessaire pour relancer l'économie", a commenté Martin Lefebvre, économiste principal chez Desjardins. »

— Louis Tanguay,* Le Soleil, *Québec, le 22 avril 2009

L'entente conclue avec le gouvernement concernant la cible de maîtrise de l'inflation prendra fin au terme de 2011. Les chercheurs de la Banque se penchent depuis quelque temps déjà sur la meilleure voie à suivre dans les années à venir. Certains économistes estiment que la poursuite de cibles d'inflation ne peut à elle seule éviter les cycles de surchauffe et de récession. Ils proposent plutôt l'adoption d'une cible fondée sur le niveau des prix, qui consisterait à prendre directement pour cible le niveau des prix et à s'engager à compenser par la suite les déviations inattendues. En régime de cibles d'inflation, ces écarts ne sont pas vraiment pris en compte – le passé appartient au passé –, pourvu que l'inflation future soit ramenée à sa cible. Mais les observateurs reconnaissent tout de même que les cibles d'inflation ont donné dans l'ensemble d'excellents résultats au Canada.

"Former Fed [U.S. Federal Reserve Board] Chairman William McChesney Martin once quipped that the job of a central bank was to take away the punch bowl just as the party gets going—but as of 2009, bank officials the world over have found themselves setting out shooters the morning after a drunken debauch."

—John Lorinc,* The Walrus*, July/August 2009

As the Bank prepared for its 75th anniversary, a key issue for it and other central banks was how to prevent asset-price bubbles from building up and wreaking economic damage when they eventually burst. However, commentators generally agreed that the Bank of Canada had come through the test of the 2008–09 recession. "Carney has won praise for his handling of the crisis," said a *Bloomberg Press* report.

Backed by positive pointers from Canada's experience, by the end of the decade the Bank had become a major player in worldwide efforts to strengthen the ability of central banks and governments to head off the kind of financial eruptions that shook economies so painfully in 2008–09.



La Banque du Canada avance avec prudence

Mark Carney n'aura recours à l'assouplissement quantitatif qu'en cas de situation extrême

GÉRARD BÉRUBÉ

Le gouverneur de la Banque du Canada a assuré aux élus fédéraux hier qu'il n'aura recours aux méthodes quantitatives qu'en cas de situation extrême. Mark Carney est d'avis que l'assouplissement monétaire pratiqué depuis décembre 2007 est adéquat malgré l'assombrissement du scénario économique. Mais avec un niveau d'incertitude demeurant élevé, la banque centrale pourrait être contrainte de manœuvrer en territoire inexploré.

Mark Carney

Dans sa présentation devant le comité permanent des Finances de la Chambre des communes, le gouverneur de la Banque du Canada est revenu sur son scénario économique revu et fortement corrigé à la baisse. Devant une crise financière tardant à se résorber aux États-Unis et au Royaume-Uni, la banque centrale parle désormais d'une récession plus profonde, d'un retour à la croissance retardé d'un trimestre, soit jusqu'à la fin de 2009, et d'une reprise plus graduelle de l'activité économique au Canada. Le tout demeurant tributaire de facteurs extérieurs.

Reprise l'an prochain

Mark Carney est d'avis que les décideurs des pays du G20 *«réagissent maintenant à la crise mondiale par un engagement renouvelé à l'égard de mesures concrètes et de plans détaillés»*. Il estime que les actions retenues seront appliquées rapidement et de façon efficace, justifiant un scénario

VOIR PAGE B 4: CARNEY

Au moment où la Banque se prépare à célébrer son 75e anniversaire, l'une de ses priorités – que partagent aussi ses homologues – est d'éviter l'apparition de bulles de prix d'actifs dont l'éclatement pourrait entraîner des effets délétères sur l'économie. Mais en règle générale, les analystes s'entendent pour dire que la Banque du Canada s'est montrée à la hauteur lors de la récession de 2008-2009. Comme on peut lire dans un rapport publié par *Bloomberg Press*, « M. Carney a géré la crise avec brio ».

En cette fin de décennie, la Banque, portée par le bilan positif du Canada, s'est taillé une place parmi les acteurs internationaux importants qui joignent leurs forces dans le but d'accroître la capacité des banques centrales et des gouvernements de prévenir les secousses financières telles que celles qui ont si durement éprouvé les économies en 2008-2009.

Mark Carney

2008–

After little more than a year as Governor, many observers already considered Mark Carney to be one of the world's most respected central bankers. In early 2009, the London *Financial Times* named him one of 50 people (and the only Canadian) whose "position, skills and contacts" would help frame a way forward out of the financial crisis that gripped the world.

He was the youngest central banker of the G-7 countries, but with plenty of practical marketplace experience, he quickly made his mark as a leading thinker and a conciliator at international meetings aimed at calming financial-market volatility and bringing about global economic stability.

Born in the small town of Fort Smith in the Northwest Territories, Carney went to high school in Edmonton, Alberta, where as part-time work he delivered the *Edmonton Journal*. When he became Governor of the Bank at age 43, he told the *Journal* that he liked to think he had Edmonton characteristics—"the right values of integrity, hard work, prudence, good judgment and perseverance." A father of four and regular runner, during the financial crisis he still took time to act as a sideline coach at his kids' soccer games.



Après un peu plus d'un an au poste de gouverneur, Mark Carney est déjà considéré par de nombreux observateurs comme l'un des banquiers centraux les plus respectés du monde. Au début de 2009, le *Financial Times* de Londres le range dans le groupe des 50 personnes (où il est le seul Canadien) qui, de par « leurs attributions, leurs compétences et leurs relations », aideront à tracer la voie à suivre pour sortir de la crise financière qui secoue la planète.

Comptant une vaste expérience pratique des marchés, le plus jeune dirigeant de banque centrale des pays du G7 s'impose rapidement comme un maître à penser et un médiateur lors des réunions internationales visant à apaiser la volatilité des marchés financiers et à rétablir la stabilité de l'économie mondiale.

Né à Fort Smith, petite ville des Territoires du Nord-Ouest, M. Carney fait ses études secondaires à Edmonton (Alberta), où il travaille à temps partiel comme livreur de l'*Edmonton Journal*. À sa nomination au poste de gouverneur de la Banque, l'homme de 43 ans dira au *Journal* espérer avoir fait siennes « les valeurs d'intégrité, d'ardeur au travail, de prudence,



CONFIDENT WORDS FROM GOVERNOR CARNEY

REUTERS

Print | Close this window

G20 progress on financial reform expected

Thu Sep 24, 2009 3:15pm IST

By Madeline Chambers and Emily Kaiser

BERLIN/PITTSBURGH (Reuters) - The Group of 20 summit this week will be key for financial reforms, German Chancellor Angela Merkel said on Thursday, warning that efforts to make the world less prone to financial disasters may lose momentum.

Merkel, speaking before departing for the summit, said however that G20 countries looked to be on the right track for now and Axel Weber, the head of the German central bank, voiced optimism that G20 leaders would agree to changes in the global financial system.

de jugement et de persévérance » si caractéristiques des habitants d'Edmonton. Pendant la crise économique, ce père de quatre fillettes, également adepte de la course à pied, trouve tout de même le temps d'assister aux matchs de soccer de ses enfants comme entraîneur suppléant.

M. Carney obtient un diplôme d'économie à l'Université Harvard (où il est gardien de but dans l'équipe de hockey), puis une maîtrise et un doctorat en économie à l'Université d'Oxford, en Angleterre. Il passe treize années dans les bureaux de Londres, Tokyo, New York et Toronto de Goldman Sachs, société qui offre des services bancaires d'investissement international. D'abord analyste, il devient directeur général et conseille des gouvernements partout dans le monde sur les enjeux financiers.

Il occupe la fonction de sous-gouverneur à la Banque du Canada à partir d'août 2003 jusqu'à sa nomination, à la fin de 2004, au poste de sous-ministre délégué principal au ministère des Finances, et représente le ministre aux rencontres internationales du G7, du G20 et du Forum sur la stabilité financière. Il réintégrera la Banque en février 2008, cette fois à titre de gouverneur.

FT series Political leadership as well as wide co-ordination will be needed to ease the world through its financial and economic crisis. Our writers identify 50 people whose position, skills and contacts allow them to help define the debate over what should happen. Below, an assessment by **Lionel Barber**, Editor

Fifty who will frame a way forward



16 **Zhou Xiaochuan, 61**
Governor, People's Bank of China
China's central bank governor since 2002 is considered a principal supporter of faster market reforms. Fluent in English, he can hold his own among economists. He is in charge of nearly $2,000bn in foreign exchange reserves.

17 **Mervyn King, 60.**
Governor, Bank of England
Mr King's policymaking at the UK cen-

20 **Mark Carney, 43**
Governor, Bank of Canada
The youthful Mr Carney continues the tradition of impressive Canadian governors. With a doctorate in economics, 13 years at Goldman and six as an official attending international meetings, he is well placed to understand the pressures of both banking and regulating.

21 **Miguel Ordóñez, 63**
Governor, Bank of Spain
As top Spanish central banker, Miguel

Commission group he chaired called last month for powerful EU regulators in banking, securities and insurance.

Regulators

24 **Adair Turner, 53**
Chairman, Financial Services Authority
Lord Turner of Ecchinswell started at the UK regulator the week after the collapse of Lehman Brothers. But in his first speech in January, the former McKinsey consultant offered one of the

him the target of criticism.

32 **George Soros, 78**
Founder of Soros Fund Management and Open Society Foundation
For the hedge fund manager and philanthropist, 2008 was a banner year – his fund defied a sinking market to post a return of nearly 10 per cent. The first Wall Street heavyweight to support Barack Obama, he has long predicted a crisis of global capitalism and finds himself in tune with the zeitgeist.



Carney graduated in economics from Harvard University (where he played hockey as a goalie). He received his master's degree and PhD in economics from Oxford University in England. He spent 13 years with the international investment banker Goldman Sachs. From his start as an analyst, he became a managing director, advised governments around the world on financial issues, and worked in London, Tokyo, New York, and Toronto.


NATIONAL

CONFIDENCE MAN

Upbeat and daring, Mark Carney takes the Bank of Canada into uncharted waters

bank boss, seasoned and grey, but from a 43-year-old former financial markets wunderkind, whose experience in government stretches back only to 2003. Carney flew fast to one of Ottawa's loftiest economic perches, establishment mandarinate circles in which previous bank governors tended to move. Immaculately attired, invariably poised, he is the picture of the elite, globe-trotting player. He grew up in Edmonton, where his father

Lorsque la récession mondiale place l'institution en mode de résolution de crise, Mark Carney doit rapidement mettre à profit toute l'expérience qu'il a acquise dans le secteur privé et faire jouer ses relations à l'étranger. Son style « fonceur », son aisance face aux médias et ses fréquentes déclarations publiques – une attitude qualifiée de « présomptueuse » par un magazine – ont vite fait de lui un gouverneur très en vue, au premier plan de l'actualité.

À l'exemple de ses prédécesseurs, il lui faut aussi affronter l'esprit de troupeau des marchés financiers. En janvier 2009, il prévoit que la relance économique sera engagée au Canada au début de 2010. On lui reproche de porter des « lunettes roses », alors que les économistes du pays « revoient à la baisse leurs propres prévisions, qui passent de "sombres" à "apocalyptiques" », selon l'expression du *Globe and Mail*. Six mois plus tard, la plupart des économistes conviendront que le gouverneur avait vu juste et que la récession a pris fin. Ainsi que le déclare M. Carney devant un comité parlementaire en 2009 : « Nous ne faisons pas dans l'optimisme, nous ne faisons pas dans le pessimisme, nous faisons dans le réalisme à la Banque du Canada. »

À la fin de l'année, un éminent économiste d'une banque à Toronto conclura : « Mark Carney a été l'homme de la situation. »

He was a Deputy Governor of the Bank of Canada from August 2003 until his appointment as senior associate deputy minister of finance in late 2004 and served as Canada's finance deputy at meetings of the G-7 and G-20 group of countries and the international Financial Stability Forum. He became Governor of the Bank of Canada in February, 2008.

As the global recession threw the Bank into crisis-management mode, Carney quickly had to put to work all of his private sector experience and international connections. With his "go-to" style, media savvy, and frequent public pronouncements—"cocksure," said one magazine article—he soon became an extremely high-profile, in-the-news Governor.

And like Governors before him, he had to face down the stampede mentality of the financial-market herd. In January 2009, he forecast economic recovery for Canada by early 2010. This was criticized as "too rosy" at a time when Canada's economists were "changing their forecasts from 'grim' to 'apocalyptic'," as the *Globe and Mail* put it. Yet six months later, most economists were agreeing with his prediction that the recession had ended. As the Governor himself put it in addressing a parliamentary committee in 2009, "We don't do optimism, we don't do pessimism. We do realism at the Bank of Canada."

Concluded a leading Toronto bank economist at the end of the year: "Carney has been the right man for the times."



NATIONAL POST

Monday, August 24, 2009

Stable prices not solution, bank governor says

Suggests low rates may have added to downturn

Presented by National Post Podcasts

National Post

Bank of Canada governor Mark Carney questioned on Saturday whether central banks can expect to stabilize their economies with mandates focused mainly on controlling inflation.

In a speech given in Jackson Hole, Wyo., the central bank governor talked about how the relatively stable inflation in recent years was not able to prevent the recessions that took hold of Canada, the United States and much of the world in late 2008 and early 2009.

"There is an emerging consensus that price stability does not guarantee financial stability and is, in fact, often associated with excess credit growth and emerging asset bubbles," he said in prepared remarks.

"There is also general agreement that the first line of defence should be better regulation."

Mr. Carney even suggested that stable pricing environment of the years that preceded the economic turmoil might have contributed to the downturn, as institutions, policy-makers and investors let their guard down.

"As we have all just been reminded at great cost, low, stable and predictable inflati

associated with exceptionally low and stable interest rates

A catchphrase Mr. Ca

central banks having w

© 2009 The National Post C

PHOTOGRAPH, CARTOON, AND OTHER CREDITS[1]

Canadian newspaper reports and cartoons were the prime source material. Other key sources included *A History of the Canadian Dollar* and *The Bank of Canada of James Elliott Coyne: Challenges, Confrontation, and Change*, both by James Powell; and *Inflation Targeting*, by Ben Bernanke, Thomas Laubach, Frederic Mishkin, and Adam Posen. Commentary and monetary policy studies by William B. P. Robson (C. D. Howe Institute); Pierre L. Siklos (Wilfrid Laurier University); David Laidler (Visiting Economist and Special Adviser to the Bank of Canada); and Jean Boivin (HEC Montréal) were also extremely helpful.

Collections are indicated as Bank of Canada Archives (BCA); Bank of Canada photographs (BCP); Bank of Canada documents (BCD); and Library and Archives Canada (LAC).

COVER

Clockwise from top left: "Farmers Planning Demonstration to Protest Soaring Interest Rates," *St. Catharines Standard*, 20 March 1980 (BCD); "Who's to Blame for the Falling Dollar?" *Weekend Magazine*, 5 May 1979 (BCD); "L'inflation nous menace," Roger Bruneau, *L'Action Catholique*, 6 November 1967 (BCD); "Making Money the Crooked Way," CBC News, 15 November 2006; "Les banques centrales réduisent les taux," *La Tribune*, 18 September 2001 (BCD); "Nouvelles mesures pour contrer les attaques sur le dollar canadien," *Le Devoir*, 8 March 1968 (BCD); "What Next in Ottawa Fight on Inflation?" *The Financial Post*, 21 October 1950 (BCD); "Not the Great Depression," *Ottawa Citizen*, 14 March 2009 (BCD). Reprinted with the express permission of "Ottawa Citizen Group Inc.," a CanWest Partnership.

INSIDE FRONT COVER Cartoon by Adrian Raeside, *Victoria Times-Colonist*, ©Adrian Raeside.

Page 2 The Governors of the Bank of Canada. Cartoons are credited in their respective chapters.

INTRODUCTION

Page 5 Drawing of Neville Nankivell by Gene Pendon.

CHAPTER 1

Page 8 *The Victory Herald*, 1:1 (Apr.–May 1944), National War Finance Committee, 6th Victory Loan (NWFC fonds, BCA); **11** Photo of R. B. Bennett (LAC); "Aurons-nous la monnaie bilingue?" *Le Droit*, 12 January 1935 (BCD); **12** *Pour que bientôt il me revienne.* Poster, 1943, 4th Victory Loan, National War Finance Committee (NWFC fonds, BCA) BCP 305–431; "War Thrift Urged by Graham Towers," *The Gazette*, 23 April 1940 (BCD); **13** "Le premier taux de la Banque Centrale: 2 1/2 p.c." Montréal, *La Patrie*, 11 March 1935. **14** Cartoon by Arthur Racey, Trent University Archives; "Bilingual Money Is Voted," *Quebec Chronicle-Telegraph*, 17 June 1936. Used with permission, *Quebec Chronicle-Telegraph*, North America's Oldest Newspaper, qctonline.com (BCD); **16** *Try a Sweet Marie*, advertisement, September 1934, Scrapbook, Graham F. Towers fonds (BCA); **17** "What Next in Ottawa Fight on Inflation?" *The Financial Post*, 21 October 1950 (BCD); **18** Drawing of Graham F. Towers by Gene Pendon. **19** "Women Own 30,477 Shares of 100,000 in Bank of Canada," *Ottawa Citizen*, 30 April 1936 (BCD); CBC network ID (1940–58), CBC Still Photo Collection/Hortense Binette; "G. T. Towers, Appointed Governor of New Central Bank," *The Wall Street Journal*, 11 September 1934 (BCD); **20** Caricature of Graham F. Towers by Alan Reeve, c. 1940, Graham F. Towers fonds (BCA).

[1] Every effort has been made to locate authors, artists, and owners of copyright.

SOURCES DES PHOTOS, CARICATURES ET AUTRES DOCUMENTS[1]

Dans la rédaction du présent ouvrage, l'auteur s'est appuyé au premier chef sur les articles et caricatures parus dans les journaux canadiens. Parmi les autres sources consultées, citons *Le dollar canadien : une perspective historique* et *La Banque du Canada sous James Elliott Coyne : une ère de défis, d'affrontements et de changement*, tous deux de James Powell, et *Inflation Targeting*, de Ben Bernanke, Thomas Laubach, Frederic Mishkin et Adam Posen. Les commentaires et les études sur la politique monétaire de William B. P. Robson (de l'Institut C. D. Howe), de Pierre L. Siklos (de l'Université Wilfrid Laurier), de David Laidler (économiste invité et conseiller spécial à la Banque du Canada) et de Jean Boivin (de HEC Montréal) se sont également avérés extrêmement utiles.

Les collections sont indiquées comme suit : Archives de la Banque du Canada (BCA), photographies de la Banque du Canada (BCP), documents de la Banque du Canada (BCD) et Bibliothèque et Archives Canada (BAC).

PREMIÈRE DE COUVERTURE

Dans le sens des aiguilles d'une montre, à partir du coin supérieur gauche : « Farmers Planning Demonstration to Protest Soaring Interest Rates », *St. Catharines Standard*, 20 mars 1980 (BCD); « Who's to Blame for the Falling Dollar? », *Weekend Magazine*, 5 mai 1979 (BCD); « L'inflation nous menace », Roger Bruneau, *L'Action Catholique*, 6 novembre 1967 (BCD); « Making Money the Crooked Way », CBC News, 15 novembre 2006; « Les banques centrales réduisent les taux », *La Tribune*, 18 septembre 2001 (BCD); « Nouvelles mesures pour contrer les attaques sur le dollar canadien », *Le Devoir*, 8 mars 1968 (BCD); « What Next in Ottawa Fight on Inflation? », *The Financial Post*, 21 octobre 1950 (BCD); « Not the Great Depression », *Ottawa Citizen*, 14 mars 2009 (BCD), reproduit avec la permission expresse d'Ottawa Citizen Group Inc., propriété de CanWest.

DEUXIÈME DE COUVERTURE : Caricature : Adrian Raeside, *Victoria Times-Colonist*, ©Adrian Raeside.

Page 2 Les sources des caricatures des gouverneurs de la Banque du Canada sont indiquées au chapitre pertinent à chacun d'eux.

INTRODUCTION

Page 5 Portrait de Neville Nankivell : Gene Pendon.

CHAPITRE 1

Page 8 *The Victory Herald*, vol. 1, nº 1, avril-mai 1944, Comité national des finances de guerre, 6e campagne de souscription des obligations de la Victoire (Fonds CNFG, BCA); **11** Photo de R. B. Bennett (BAC); « Aurons-nous la monnaie bilingue? », *Le Droit*, 12 janvier 1935 (BCD); **12** *Pour que bientôt il me revienne*, affiche pour la 4e campagne de souscription des obligations de la Victoire, 1943, Comité national des finances de guerre (Fonds CNFG, BCA) BCP 305-431; « War Thrift Urged by Graham Towers », *The Gazette*, 23 avril 1940 (BCD); **13** « Le premier taux de la Banque Centrale : 2 1/2 p.c. », *La Patrie*, Montréal, 11 mars 1935; **14** Caricature : Arthur Racey, Archives de l'Université Trent; « Bilingual Money Is Voted », *Quebec Chronicle-Telegraph*, 17 juin 1936, utilisation autorisée par *Quebec Chronicle-Telegraph*, North America's Oldest Newspaper, qctonline.com (BCD); **16** Annonce publicitaire *Try a Sweet Marie*, septembre 1934, album de découpures, Fonds Graham F. Towers (BCA); **17** « What Next in Ottawa Fight on Inflation? », *The Financial Post*, 21 octobre 1950 (BCD); **18** Portrait de Graham F. Towers : Gene Pendon; **19** « Women Own 30,477 Shares of 100,000 in Bank of Canada », *Ottawa Citizen*, 30 avril 1936 (BCD); logo de Radio-Canada (1940-1958), Collection de photos de Radio-Canada / Hortense Binette; « G. T. Towers, Appointed Governor of New Central Bank », *The Wall Street Journal*, 11 septembre 1934 (BCD); **20** Caricature de Graham F. Towers : Alan Reeve, vers 1940, Fonds Graham F. Towers (BCA).

[1] Tous les efforts possibles ont été déployés pour retrouver les auteurs, artistes et titulaires des droits d'auteur.

CHAPTER 2

Page 22 Clockwise from top left: "Une opération gigantesque," *Le Droit*, 16 July 1958 (BCD). Reprinted with permission; "Why Coyne Was Asked to Resign," *Toronto Star Weekly*, 22 July 1961 (BCD); "Showdown Is Near over Tight Money," *Toronto Telegram*, 11 November 1957 (BCD); "Projet d'emprunt le plus vaste de l'histoire du pays," *Le Droit*, 15 July 1958 (BCD); "Sound Growth Needs Sound Money—Coyne," *Vancouver Province*, 24 March 1960 (BCD); Cartoon by John Collins, 8 September 1953. *The Gazette* (Montréal) ©1953 (BCD), Secretary's Department fonds, Clippings, Conversion Loan–September 1958; **25** Cartoon by Les Callan, 1957. Reprinted with permission—Torstar Syndication Services; **26** "Tories Urge More Control by Parliament over Bank," *Ottawa Citizen*, 18 August 1956 (BCD); **28** Cartoon by James Reidford, 15 June 1961. Reprinted with permission—*The Globe and Mail* (BCD), Secretary's Department fonds, Clippings, Coyne Affair—1961; **29** Cartoon by Jan Kaminiski,16 June 1961, *Winnipeg Tribune* fonds, University of Manitoba Archives (BCD), Secretary's Department fonds, Clippings, Coyne Affair—18–20 June 1961; **30** Cartoon by Merle "Ting" Tingley, *London Free Press*, 14 July 1961. Reprinted with permission—Sun Media Corp. (BCD), Secretary's Department fonds, Clippings, Coyne Affair; **31** Cartoon by James Reidford, 21 July 1961. Reprinted with permission—*The Globe and Mail*. BCA File: Clippings, Canadian Dollar; **32** Drawing of James Coyne by Gene Pendon. **33** "Tears in Eyes, Coyne Quits in Emotion-Crammed Finale: Tourists Stare at Arm-in-Arm Exit with Wife," *Ottawa Citizen*, 12 July 1961 (BCD); **34** "Bank of Canada Seen Applying Brakes to Money Supply," *Windsor Daily Star*, 8 September 1958 (BCD); **35** "New Curbs May Spark 'Blowup,'" *Canadian Press*, 8 September 1958 (BCD).

CHAPTER 3

Page 36 Clockwise from top left: Cartoon by Peter Kuch, 4 May 1962. Reprinted with permission—Peter Kuch and *Winnipeg Free Press* (BCD) Secretary's Department fonds, Clippings, Canadian Dollar; "Restoring Confidence in the Bank," *Ottawa Citizen*, 26 July 1961 (BCD); "Rasminsky, the Quiet Man," *Toronto Daily Star*, 28 July 1961 (BCD); "Our Dollar Devalued," *Toronto Daily Star*, 3 May 1962 (BCD); "Nouvelles mesures pour contrer les attaques," *Le Devoir*, 8 March 1968 (BCD); **38** "The Emerging Battle: Growth vs. Inflation," *The Financial Post*, 20 September 1969 (BCD); **39** Clockwise from top left: "A Fine Record Despite the Blemish," *Toronto Daily Star*, 7 November 1972 (BCD); Cartoon by Peter Kuch, 25 July 1961. Reprinted with permission—Peter Kuch and *Winnipeg Free Press* (BCD), Secretary's Department fonds, Clippings, Coyne Affair; "Bank Chiefs Differ on Dollar Pegging," *Vancouver Sun*, 8 May 1962 (BCD); Cartoon by James Reidford, 15 February 1962. Reprinted with permission—*The Globe and Mail* (BCD), Secretary's Department fonds, Clippings, Canadian Dollar; **40** "New Diefendollar Is in Circulation," *The Toronto Telegram*, 26 October 1965 (BCD); "L'inflation nous menace," Roger Bruneau, *L'Action Catholique*, 6 November 1967 (BCD); **41** "Rasminsky on Retirement Forecasts Growing Prosperity," *The Globe and Mail*, 1 February 1973 (BCD). Reprinted with permission; **43** "Banker Rasminsky Retires after 12 Years of Problems," *Montreal Daily Star*, 1 February 1973 (BCD); Cartoon by Raoul Hunter, *Le Soleil*, 26 July 1961 (BCD), Secretary's Department fonds, Clippings, 26–31 July 1961; **45** Drawing of Louis Rasminsky by Gene Pendon.

CHAPTER 4

Page 48 *(l–r)*: Cartoon by Duncan Macpherson, 20 March 1978. ©Duncan Macpherson. Reprinted with permission—Torstar Syndication Services. LAC Access No. 1980–23–1095 (BCD), Secretary's Department fonds, Clippings, Canadian Dollar; Cartoon by Alan King, *Ottawa Citizen*; **50** Cartoon by Ed Franklin, *The Globe and Mail*, 12 October 1979. Reprinted with permission; **51** Cartoon by Phil Mallette, *The Globe and Mail*, 29 January 1979. Reprinted with the permission of the artist; **53** Clockwise from top left: "La dégringolade du dollar canadien," *La Presse*, 23 January 1979 (BCD); "La Banque du Canada défend sa politique monétaire," *Le Devoir*, 22 November 1979 (BCD); "Le Canada joue dangereusement," *La Presse*, 7 May 1975 (BCD); "Farmers Planning Demonstration," *St. Catharines Standard*, 20 March 1980 (BCD); "Bouey Says Prime Rates Will Stay High," *The Toronto Star*, 12 February 1986 (BCD); Cartoon by Guy "Bado" Badeaux, *Le Droit*, 9 June 1982 (BCD), Secretary's Department fonds, Clippings, Canadian Dollar; **54** "Who's to Blame for the Falling Dollar?" *Weekend Magazine*, 5 May 1979 (BCD); **56** Cartoon by Adrian Raeside, *Victoria Times-Colonist*. ©Adrian Raeside; **57** Cartoon by Raoul Hunter, *Le Soleil*, 23 December 1981; **58** Cartoon by Duncan Macpherson, 31 October 1977. ©Duncan Macpherson. Reprinted with permission— Torstar Syndication Services, LAC, Access No. 1980–23–1020 (BCD), Secretary's Department fonds, Clippings, Canadian

CHAPITRE 2

Page 22 Dans le sens des aiguilles d'une montre, à partir du coin supérieur gauche : « Une opération gigantesque », *Le Droit*, 16 juillet 1958 (BCD), reproduit avec permission; « Why Coyne Was Asked to Resign », *Toronto Star Weekly*, 22 juillet 1961 (BCD); « Showdown Is Near over Tight Money », *Toronto Telegram*, 11 novembre 1957 (BCD); « Projet d'emprunt le plus vaste de l'histoire du pays », *Le Droit*, 15 juillet 1958 (BCD); « Sound Growth Needs Sound Money—Coyne », *Vancouver Province*, 24 mars 1960 (BCD); caricature : John Collins, 8 septembre 1953, *The Gazette*, Montréal, ©1953 (BCD), Fonds Secrétariat, Coupures de presse, Emprunt de conversion – septembre 1958; **25** Caricature : Les Callan, 1957, reproduite avec la permission de Torstar Syndication Services; **26** « Tories Urge More Control by Parliament over Bank », *Ottawa Citizen*, 18 août 1956 (BCD); **28** Caricature : James Reidford, 15 juin 1961, reproduite avec la permission du *Globe and Mail* (BCD), Fonds Secrétariat, Coupures de presse, Affaire Coyne – 1961; **29** Caricature : Jan Kaminiski, 16 juin 1961, Fonds *Winnipeg Tribune*, Archives de l'Université du Manitoba (BCD), Fonds Secrétariat, Coupures de presse, Affaire Coyne – 18-20 juin 1961; **30** Caricature : Merle Tingley (« Ting »), *London Free Press*, 14 juillet 1961, reproduite avec la permission de Sun Media Corp. (BCD), Fonds Secrétariat, Coupures de presse, Affaire Coyne; **31** Caricature : James Reidford, 21 juillet 1961, reproduite avec la permission du *Globe and Mail*, BCA, dossier : Coupures de presse, Dollar canadien; **32** Portrait de James Coyne : Gene Pendon; **33** « Tears in Eyes, Coyne Quits in Emotion-Crammed Finale: Tourists Stare at Arm-in-Arm Exit with Wife », *Ottawa Citizen*, 12 juillet 1961 (BCD); **34** « Bank of Canada Seen Applying Brakes to Money Supply », *Windsor Daily Star*, 8 septembre 1958 (BCD); **35** « New Curbs May Spark 'Blowup' », *Canadian Press*, 8 septembre 1958 (BCD).

CHAPITRE 3

Page 36 Dans le sens des aiguilles d'une montre, à partir du coin supérieur gauche : Caricature : Peter Kuch, 4 mai 1962, reproduite avec la permission de l'artiste et du *Winnipeg Free Press* (BCD), Fonds Secrétariat, Coupures de presse, Dollar canadien; « Restoring Confidence in the Bank », *Ottawa Citizen*, 26 juillet 1961 (BCD); « Rasminsky, the Quiet Man », *Toronto Daily Star*, 28 juillet 1961 (BCD); « Our Dollar Devalued », *Toronto Daily Star*, 3 mai 1962 (BCD); « Nouvelles mesures pour contrer les attaques », *Le Devoir*, 8 mars 1968 (BCD); **38** « The Emerging Battle: Growth vs. Inflation », *The Financial Post*, 20 septembre 1969 (BCD); **39** Dans le sens des aiguilles d'une montre, à partir du coin supérieur gauche : « A Fine Record Despite the Blemish », *Toronto Daily Star*, 7 novembre 1972 (BCD); caricature : Peter Kuch, 25 juillet 1961, reproduite avec la permission de l'artiste et du *Winnipeg Free Press* (BCD), Fonds Secrétariat, Coupures de presse, Affaire Coyne; « Bank Chiefs Differ on Dollar Pegging », *Vancouver Sun*, 8 mai 1962 (BCD); caricature : James Reidford, 15 février 1962, reproduite avec la permission du *Globe and Mail* (BCD), Fonds Secrétariat, Coupures de presse, Dollar canadien; **40** « New Diefendollar Is in Circulation », *The Toronto Telegram*, 26 octobre 1965 (BCD); « L'inflation nous menace », Roger Bruneau, *L'Action Catholique*, 6 novembre 1967 (BCD); **41** « Rasminsky on Retirement Forecasts Growing Prosperity », *The Globe and Mail*, 1er février 1973 (BCD), reproduit avec permission; **43** « Banker Rasminsky Retires after 12 Years of Problems », *Montreal Daily Star*, 1er février 1973 (BCD); caricature : Raoul Hunter, *Le Soleil*, 26 juillet 1961 (BCD), Fonds Secrétariat, Coupures de presse, 26-31 juillet 1961; **45** Portrait de Louis Rasminsky : Gene Pendon.

CHAPITRE 4

Page 48 De gauche à droite : Caricature : Duncan Macpherson, 20 mars 1978, ©Duncan Macpherson, reproduite avec la permission de Torstar Syndication Services, nº d'accès BAC 1980-23-1095 (BCD), Fonds Secrétariat, Coupures de presse, Dollar canadien; caricature : Alan King, *Ottawa Citizen*; **50** Caricature : Ed Franklin, *The Globe and Mail*, 12 octobre 1979, reproduite avec permission; **51** Caricature : Phil Mallette, *The Globe and Mail*, 29 janvier 1979, reproduite avec la permission de l'artiste; **53** Dans le sens des aiguilles d'une montre, à partir du coin supérieur gauche : « La dégringolade du dollar canadien », *La Presse*, 23 janvier 1979 (BCD); « La Banque du Canada défend sa politique monétaire », *Le Devoir*, 22 novembre 1979 (BCD); « Le Canada joue dangereusement », *La Presse*, 7 mai 1975 (BCD); « Farmers Planning Demonstration », *St. Catharines Standard*, 20 mars 1980 (BCD); « Bouey Says Prime Rates Will Stay High », *The Toronto Star*, 12 février 1986 (BCD); caricature : Guy Badeaux (« Bado »), *Le Droit*, 9 juin 1982 (BCD), Fonds Secrétariat, Coupures de presse, Dollar canadien; **54** « Who's to Blame for the Falling Dollar? », *Weekend Magazine*, 5 mai 1979 (BCD); **56** Caricature : Adrian Raeside, *Victoria Times-Colonist*, ©Adrian Raeside; **57** Caricature : Raoul Hunter, *Le Soleil*, 23 décembre 1981; **58** Caricature : Duncan Macpherson, 31 octobre 1977, ©Duncan Macpherson, reproduite avec la permission de Torstar Syndication Services, nº d'accès BAC 1980-23-1020 (BCD), Fonds Secrétariat, Coupures de presse, Dollar canadien; **59** Portrait de Gerald Bouey : Gene Pendon;

Dollar; **59** Drawing of Gerald Bouey by Gene Pendon; **60** Cartoon by Merle "Ting" Tingley, *London Free Press*, 7 July 1984. Reprinted with permission—Sun Media Corp. (BCD), Secretary's Department fonds, Clippings.

THE GYRATING DOLLAR

Page 62 Cartoon by Adrian Raeside, *Calgary Herald*, 19 March 1984. ©Adrian Raeside (BCD), Secretary's Department fonds, Clippings, Canadian Dollar; **63** Cartoon, ©David Brown/artizans.com; **64** *(l–r)*: Cartoon by Guy "Bado" Badeaux, *Le Droit*; 22 February 1985; Cartoon by Alan King, *Ottawa Citizen*, 17 December 1980 (BCD), Secretary's Department fonds, Clippings, Canadian Dollar; **65** *(l–r)*: Cartoon by Aislin (Terry Mosher), *The Gazette*, 2000. ©Aislin, *The Gazette*, Montréal; Cartoon by Rusins Kaufmanis, *Ottawa Citizen*, 19 May 1978 (BCD), Secretary's Department fonds, Clippings, Buildings 1979–97.

CHAPTER 5

Page 68 Cartoon by Phil Mallette, *The Financial Post*, 2 February 1990. Reprinted with the permission of the artist (BCD), Secretary's Department fonds, Clippings, Cartoons; **69** Cartoon by Jim Phillips, *Toronto Sun*, 8 December 1993. Reprinted with the permission of the artist; **70** Clockwise from top left: Cartoon by Phil Mallette, *The Financial Post*, 3 August 1989. Reprinted with the permission of the artist (BCD), Secretary's Department fonds, Clippings, Cartoons; "Black Day on the TSE," *Toronto Star*, 8 November 1988 (BCD); "Chiens de garde ou hommes de paille?" *Le Droit*, 7 July 1992 (BCD); "Crow Strives for a More Open Policy," *The Financial Times of Canada*, 9 February 1987 (BCD); "Market Over-Reaction Blamed for Dollar Dive," *Vancouver Sun*, 6 February 1987 (BCD); Chart, *The Financial Post*, 23 July 1993; **71** Cartoon by Adrian Raeside, *Victoria Times-Colonist*, 19 June 2005. ©Adrian Raeside; "Crow: Bank of Canada Governor Seen as Idealogue," *The Financial Post*, 23 December 1991 (BCD); **73** Clockwise from top left: Cartoon by Jean-Marc Phaneuf, *Les Affaires*, 2 February 1987; "It's a 'Go' Vote for Free Trade," *The Financial Post*, 22 November 1988 (BCD); "'Bundesbank of the North,'" *The Financial Times* (U.K.), 9 December 1992 (BCD); "Le dollar dégringole," *La Presse*, 6 February 1987 (BCD); **75** "Decentralizing the Central Bank," *The Globe and Mail*, 25 March 1991 (BCD); Cartoon by Jean-Marc Phaneuf, *Le Devoir*, 3 March 1989 (BCD), Secretary's Department fonds, Clippings, Cartoons; "A Fashionable Joke," *Ottawa Citizen*, 24 November 1991. Reprinted with the express permission of "Ottawa Citizen Group Inc.," a CanWest Partnership (BCD); Cartoon by Malcolm Mayes, "John Crow's Zero Inflation Policy," *Edmonton Journal*, 25 November 1990. ©Malcolm Mayes/artizans.com (BCD), Secretary's Department fonds, Clippings, Cartoons; **76** Cartoon by Sue Dewar, *Ottawa Sun*, 17 August 1990. Reprinted with permission—Sun Media Corp. (BCD), Secretary's Department fonds, Clippings, Cartoons; "'High C$ Won't Derail Economy,'" *The Financial Post*, 25 April 1988 (BCD); **77** Quotation, *Le Journal de Montréal*, 6 February 1987. Reprinted with permission; **78** Cartoon by Anthony Jenkins, *The Globe and Mail*, 1 September 1990. Reprinted with the permission of the artist (BCD), Secretary's Department fonds, Clippings, Governors—1990; "'I Am Constant as the Northern Star,'" *The Globe and Mail*, 1 September 1990 (BCD); **79** Drawing of John Crow by Gene Pendon; **80** "Crowcodile Dandy," *Le Magazine Affaires Plus*, May 1992 (BCD); **81** "Bank Governor Is Hero after Fall in Inflation," *The Financial Times*, 9 December 1992 (BCD).

CHAPTER 6

Page 82 Cartoon by Denny Pritchard, *Ottawa Citizen*, 28 December 1993. ©Estate of Denny Pritchard (BCD); "Senate to Study Single Currency for Continent," *Ottawa Citizen*, 25 March 1999 (BCD); "Bank of Canada Switches to New Rate-Setting System," *The Globe and Mail*, 22 February 1996 (BCD); "Chrétien Mocks Proposal for a Unified Currency," *The Globe and Mail*, 30 January 1999 (BCD); **83** Cartoon by Guy "Bado" Badeaux, *Le Droit*, 6 April 1994; **84** Cartoon by Denny Pritchard, *The Gazette*, 11 August 1994. ©Estate of Denny Pritchard (BCD), Secretary's Department fonds, Clippings, Cartoons; Cartoon by Guy "Bado" Badeaux, *Le Droit*, 31 August 1998 (BCD), Secretary's Department fonds, Clippings, Governors; **86** Cartoon by Arnaldo Almeida, *The Financial Post*, 1 April 1995. Reprinted with the permission of the artist; "Price Stability Remains the Goal," *The Financial Post*, 23 December 1993 (BCD); "Rate Comments Pummel Dollar," *The Globe and Mail*, 14 May 1998 (BCD); **87** Cartoon by Alan King (*Ottawa Citizen*), *The Gazette*, 8 April 1994 (BCD), Secretary's Department fonds, Clippings, Cartoons; **88** Clockwise from top left: Cartoon by Phil Mallette, *The Financial Post*, 28 December 1993. Reprinted with the permission of the artist; "Nobel Economist Urges Tying Loonie to U.S. Greenback," *The Globe and Mail*, 14 October 1999 (BCD); "Bernard Landry se fait l'ardent défenseur de la

60 Caricature : Merle Tingley (« Ting »), *London Free Press*, 7 juillet 1984, reproduite avec la permission de Sun Media Corp. (BCD), Fonds Secrétariat, Coupures de presse.

LA DANSE DU DOLLAR

Page 62 Caricature : Adrian Raeside, *Calgary Herald*, 19 mars 1984, ©Adrian Raeside (BCD), Fonds Secrétariat, Coupures de presse, Dollar canadien; **63** Caricature : ©David Brown/artizans.com; **64** De gauche à droite : Caricature : Guy Badeaux (« Bado »), *Le Droit*, 22 février 1985; caricature : Alan King, *Ottawa Citizen*, 17 décembre 1980 (BCD), Fonds Secrétariat, Coupures de presse, Dollar canadien; **65** De gauche à droite : Caricature : Aislin (Terry Mosher), *The Gazette*, 2000, ©Aislin, *The Gazette*, Montréal; caricature : Rusins Kaufmanis, *Ottawa Citizen*, 19 mai 1978 (BCD), Fonds Secrétariat, Coupures de presse, Immeubles – 1979-1997.

CHAPITRE 5

Page 68 Caricature : Phil Mallette, *The Financial Post*, 2 février 1990, reproduite avec la permission de l'artiste (BCD), Fonds Secrétariat, Coupures de presse, Caricatures; **69** Caricature : Jim Phillips, *Toronto Sun*, 8 décembre 1993, reproduite avec la permission de l'artiste; **70** Dans le sens des aiguilles d'une montre, à partir du coin supérieur gauche : Caricature : Phil Mallette, *The Financial Post*, 3 août 1989, reproduite avec la permission de l'artiste (BCD), Fonds Secrétariat, Coupures de presse, Caricatures; « Black Day on the TSE », *Toronto Star*, 8 novembre 1988 (BCD); « Chiens de garde ou hommes de paille? », *Le Droit*, 7 juillet 1992 (BCD); « Crow Strives for a More Open Policy », *The Financial Times of Canada*, 9 février 1987 (BCD); « Market Over-Reaction Blamed for Dollar Dive », *Vancouver Sun*, 6 février 1987 (BCD); graphique : *The Financial Post*, 23 juillet 1993; **71** Caricature : Adrian Raeside, *Victoria Times-Colonist*, 19 juin 2005, ©Adrian Raeside; « Crow: Bank of Canada Governor Seen as Idealogue », *The Financial Post*, 23 décembre 1991 (BCD); **73** Dans le sens des aiguilles d'une montre, à partir du coin supérieur gauche : Caricature : Jean-Marc Phaneuf, *Les Affaires*, 2 février 1987; « It's a 'Go' Vote for Free Trade », *The Financial Post*, 22 novembre 1988 (BCD); « "Bundesbank of the North" », *The Financial Times* (R.-U.), 9 décembre 1992 (BCD); « Le dollar dégringole », *La Presse*, 6 février 1987 (BCD); **75** « Decentralizing the Central Bank », *The Globe and Mail*, 25 mars 1991 (BCD); caricature : Jean-Marc Phaneuf, *Le Devoir*, 3 mars 1989 (BCD), Fonds Secrétariat, Coupures de presse, Caricatures; « A Fashionable Joke », *Ottawa Citizen*, 24 novembre 1991, reproduit avec la permission expresse d'Ottawa Citizen Group Inc., propriété de CanWest (BCD); caricature « John Crow's Zero Inflation Policy » : Malcolm Mayes, *Edmonton Journal*, 25 novembre 1990, © Malcolm Mayes/artizans.com (BCD), Fonds Secrétariat, Coupures de presse, Caricatures; **76** Caricature : Sue Dewar, *Ottawa Sun*, 17 août 1990, reproduite avec la permission de Sun Media Corp. (BCD), Fonds Secrétariat, Coupures de presse, Caricatures; « 'High C$ Won't Derail Economy' », *The Financial Post*, 25 avril 1988 (BCD); **77** Citation du *Journal de Montréal*, 6 février 1987, reproduite avec permission; **78** Caricature : Anthony Jenkins, *The Globe and Mail*, 1er septembre 1990, reproduite avec la permission de l'artiste (BCD), Fonds Secrétariat, Coupures de presse, Gouverneurs – 1990; « 'I Am Constant as the Northern Star' », *The Globe and Mail*, 1er septembre 1990 (BCD); **79** Portrait de John Crow : Gene Pendon; **80** « Crowcodile Dandy », *Le Magazine Affaires Plus*, mai 1992 (BCD); **81** « Bank Governor Is Hero after Fall in Inflation », *The Financial Times*, 9 décembre 1992 (BCD).

CHAPITRE 6

Page 82 Caricature : Denny Pritchard, *Ottawa Citizen*, 28 décembre 1993, ©Succession de Denny Pritchard (BCD); « Senate to Study Single Currency for Continent », *Ottawa Citizen*, 25 mars 1999 (BCD); « Bank of Canada Switches to New Rate-Setting System », *The Globe and Mail*, 22 février 1996 (BCD); « Chrétien Mocks Proposal for a Unified Currency », *The Globe and Mail*, 30 janvier 1999 (BCD); **83** Caricature : Guy Badeaux (« Bado »), *Le Droit*, 6 avril 1994; **84** Caricature : Denny Pritchard, *The Gazette*, 11 août 1994, ©Succession de Denny Pritchard (BCD), Fonds Secrétariat, Coupures de presse, Caricatures; caricature : Guy Badeaux (« Bado »), *Le Droit*, 31 août 1998 (BCD), Fonds Secrétariat, Coupures de presse, Gouverneurs; **86** Caricature : Arnaldo Almeida, *The Financial Post*, 1er avril 1995, reproduite avec la permission de l'artiste; « Price Stability Remains the Goal », *The Financial Post*, 23 décembre 1993 (BCD); « Rate Comments Pummel Dollar », *The Globe and Mail*, 14 mai 1998 (BCD); **87** Caricature : Alan King (*Ottawa Citizen*), *The Gazette*, 8 avril 1994 (BCD), Fonds Secrétariat, Coupures de presse, Caricatures; **88** Dans le sens des aiguilles d'une montre, à partir du coin supérieur gauche : Caricature : Phil Mallette, *The Financial Post*, 28 décembre 1993, reproduite avec la permission de l'artiste; « Nobel Economist Urges Tying Loonie to U.S. Greenback », *The Globe and Mail*, 14 octobre 1999 (BCD); « Bernard Landry se fait l'ardent défenseur de la monnaie unique », *Le Devoir*, 2 juin 1999 (BCD); « Un homme

monnaie unique," *Le Devoir*, 2 June 1999 (BCD); "Un homme prudent," *Le Devoir*, 28 May 1998 (BCD); **89** "No More Mr. Ice Guy," *The Globe and Mail*, *Report on Business Magazine*, February 1994 (BCD); "Canadian Dollar Headed for Extinction, Experts Say," *Ottawa Citizen*, 26 March 1999 (BCD); **91** Drawing of Gordon Thiessen by Gene Pendon.

CHAPTER 7

Page 94 "U.S. Attacked," *New York Times*, 12 September, 2001 (BCD). Reprinted with permission; **96** Clockwise from top left: "La reprise témoigne de l'efficacité des banques centrales," *La Presse Affaires*, 27 March 2002 (BCD); Cartoon by Dolighan, *Ottawa Citizen*, 19 January 2002. Reprinted with the permission of the artist; "Baisse des taux de 75 centièmes," *La Presse Affaires*, 24 October 2001 (BCD); "David Dodge salue la hausse du dollar," *Le Devoir*, 31 May 2006 (BCD); "Governor, Martin Form a Stellar Economic Duo," *The Globe and Mail*, 26 December 2001 (BCD); "Le gouverneur est optimiste," *La Presse*, 21 June 2006. Photo of David Dodge by Robert Mailloux (BCD); **97** Cartoon by Graham Harrop, 12 May 2003, Simon Fraser University Special Collections: MsC25. HAR.23.20(2-2003-05-12); **98** *(l–r)*: Cartoon by Bruce MacKinnon, *The Chronicle Herald*, 24 July 2007. Reprinted with the permission of the Halifax Herald Limited; Cartoon by Irice, *The Gazette*, 25 January 2002. Ingrid Rice, North Vancouver; **100** "Counterfeit Control," TheWesternStar.com, 10 May 2007 (BCD); **101** "Les banques centrales," *La Presse*, 13 December 2007. Photo of Ben Bernanke by Kevin Larmarque, Reuters. Photo of David Dodge by Chris Wattie, Reuters (BCD); **102** "Les banques centrales réduisent les taux," *La Tribune*, 18 September 2001 (BCD); Photo of David Dodge, *The Financial Post*, by Chris Wattie, Reuters; **104** Cartoon by Anthony Jenkins, *The Globe and Mail*, 27 January 2001. Reprinted with the permission of the artist; **105** Drawing of David Dodge by Gene Pendon; **107** Cartoon ©Dale Cummings/artizans.com.

CHAPTER 8

Page 108 Clockwise from top left: "Not the Great Depression," *Ottawa Citizen*, 14 March 2009. Reprinted with the express permission of "Ottawa Citizen Group Inc.," a CanWest Partnership (BCD); "La Banque du Canada étudie différentes options," *La Presse*, 21 April 2009. Photo by Jimmy Jeong, Canadian Press Archives (BCD); *The Economist*, 18–24 October 2008 (BCD). Reprinted with permission; "Canada to Lead Global Recovery: IMF," *The Financial Post*, 1 October 2009 (BCD); "La moins grave des trois dernières récessions au Canada," *La Presse*, 17 September 2009. Photo by Mark Blinch, Reuters (BCD); "Deflation, Not Inflation a Worry for Investors" (BCD); **110** Cartoon, ©Michael de Adder/artizans.com; **111** "Rising Dollar Could 'Offset' Economic Improvements," *Ottawa Citizen*, 5 June 2009 (BCD); "La Banque du Canada au bout du rouleau," *Le Devoir*, 4 March 2009 (BCD); **112** "Hands off the Dollar, *The Financial Post*, 25 July 2009; Cartoon," ©Michael de Adder/artizans.com; **113** "Canadian Banks Prove Envy of the World," FT.com,19–20 February 2009 (BCD). Reprinted with permission; "12 milliards $ dans les marchés monétaires," *Le Quotidien*, 4 October 2008, photo, Canadian Press (BCD); "Le taux d'intérêt collé au « plancher »" *Le Soleil*, 22 April 2009 (BCD); "Central Bank Weighs 'Nuclear Option,'"*Ottawa Citizen*, 4 March 2009 (BCD); **114** "Quantitative easing...," Eric Lascelles, *Ottawa Citizen*, 4 March 2009 (BCD). Reprinted with the express permission of "Ottawa Citizen Group Inc.," a CanWest Partnership; **115** Cartoon by Guy "Bado" Badeaux, *Le Droit*, 5 March 2009; **116** Clockwise from top left: Photo of Mark Carney by Pascal Lauener, Reuters, *Maclean's*, 23 March 2009 (BCD); "Time to Start Printing Money," *The Guardian*, 6 March 2009 (BCD); "Carney to Lobby for Regulatory Changes," *Ottawa Citizen*, 19 June 2009 (BCD); "The Recession Is Over," *The Globe and Mail*, 24 July 2009 (BCD); **118** "La Banque du Canada avance avec prudence," *Le Devoir*, 29 April 2009 (BCD); 1**19** Drawing of Mark Carney by Gene Pendon; **120** Cartoon, ©Graeme MacKay/artizans.com; "G20 Progress on Financial Reform Expected," 24 September 2009, Reuters; **121** "Fifty Who Will Frame a Way Forward," *The Financial Times* (U.K.), 11 March 2009. Reprinted with permission; Cartoon by Anthony Jenkins, *The Globe and Mail*, 28 November 2008. Reprinted with the permission of the artist; **122** "Confidence Man," *Maclean's*, 23 March 2009, photo by Chris Wattie, Reuters; **123** "Stable Prices Not Solution," *National Post* Podcasts, 24 August 2009; Cartoon. ©John Larter/artizans.com.

INSIDE BACK COVER: Cartoon by Roy Peterson, O.C., *Vancouver Sun*, 31 July 1987, BCA File, Clippings, Canadian Dollar.

prudent », *Le Devoir*, 28 mai 1998 (BCD); **89** « No More Mr. Ice Guy », *The Globe and Mail*, *Report on Business Magazine*, février 1994 (BCD); « Canadian Dollar Headed for Extinction, Experts Say », *Ottawa Citizen*, 26 mars 1999 (BCD); **91** Portrait de Gordon Thiessen : Gene Pendon.

CHAPITRE 7

Page 94 « U.S. Attacked », *New York Times*, 12 septembre 2001 (BCD), reproduit avec permission; **96** Dans le sens des aiguilles d'une montre, à partir du coin supérieur gauche : « La reprise témoigne de l'efficacité des banques centrales », *La Presse Affaires*, 27 mars 2002 (BCD); caricature : Dolighan, *Ottawa Citizen*, 19 janvier 2002, reproduite avec la permission de l'artiste; « Baisse des taux de 75 centièmes », *La Presse Affaires*, 24 octobre 2001 (BCD); « David Dodge salue la hausse du dollar », *Le Devoir*, 31 mai 2006 (BCD); « Governor, Martin Form a Stellar Economic Duo », *The Globe and Mail*, 26 décembre 2001 (BCD); « Le gouverneur est optimiste », *La Presse*, 21 juin 2006; photo de David Dodge : Robert Mailloux, (BCD); **97** Caricature : Graham Harrop, 12 mai 2003, Collections spéciales de l'Université Simon Fraser, MsC25.HAR.23.20(2-2003-05-12); **98** De gauche à droite : Caricature : Bruce MacKinnon, *The Chronicle Herald*, 24 juillet 2007, reproduite avec la permission de Halifax Herald Limited; caricature : Irice, *The Gazette*, 25 janvier 2002, Ingrid Rice, North Vancouver; **100** « Counterfeit Control », TheWesternStar.com, 10 mai 2007 (BCD); **101** « Les banques centrales », *La Presse*, 13 décembre 2007; photo de Ben Bernanke : Kevin Larmarque, Reuters; photo de David Dodge : Chris Wattie, Reuters, (BCD); **102** « Les banques centrales réduisent les taux », *La Tribune*, 18 septembre 2001 (BCD); photo de David Dodge : Chris Wattie, Reuters, *The Financial Post*; **104** Caricature : Anthony Jenkins, *The Globe and Mail*, 27 janvier 2001, reproduite avec la permission de l'artiste; **105** Portrait de David Dodge : Gene Pendon; **107** Caricature : ©Dale Cummings/artizans.com.

CHAPITRE 8

Page 108 Dans le sens des aiguilles d'une montre, à partir du coin supérieur gauche : « Not the Great Depression », *Ottawa Citizen*, 14 mars 2009, reproduit avec la permission expresse d'Ottawa Citizen Group Inc., propriété de CanWest (BCD); « La Banque du Canada étudie différentes options », *La Presse*, 21 avril 2009; photo : Jimmy Jeong, Archives de la Presse Canadienne (BCD); *The Economist*, 18-24 octobre 2008 (BCD), reproduit avec permission; « Canada to Lead Global Recovery: IMF », *The Financial Post*, 1er octobre 2009 (BCD); « La moins grave des trois dernières récessions au Canada », *La Presse*, 17 septembre 2009; photo : Mark Blinch, Reuters (BCD); « Deflation, Not Inflation a Worry for Investors » (BCD); **110** Caricature : ©Michael de Adder/artizans.com; **111** « Rising Dollar Could 'Offset' Economic Improvements », *Ottawa Citizen*, 5 juin 2009 (BCD); « La Banque du Canada au bout du rouleau », *Le Devoir*, 4 mars 2009 (BCD); **112** « Hands off the Dollar », *The Financial Post*, 25 juillet 2009; caricature : ©Michael de Adder/artizans.com; **113** « Canadian Banks Prove Envy of the World », FT.com, 19-20 février 2009 (BCD), reproduit avec permission; « 12 milliards $ dans les marchés monétaires », *Le Quotidien*, 4 octobre 2008; photo : Presse Canadienne (BCD); « Le taux d'intérêt collé au "plancher" », *Le Soleil*, 22 avril 2009 (BCD); « Central Bank Weighs 'Nuclear Option,' », *Ottawa Citizen*, 4 mars 2009 (BCD); **114** « Quantitative easing… », Eric Lascelles, *Ottawa Citizen*, 4 mars 2009 (BCD), reproduit avec la permission expresse d'Ottawa Citizen Group Inc., propriété de CanWest; **115** Caricature : Guy Badeaux (« Bado »), *Le Droit*, 5 mars 2009; **116** Dans le sens des aiguilles d'une montre, à partir du coin supérieur gauche : Photo de Mark Carney : Pascal Lauener, Reuters, *Maclean's*, 23 mars 2009 (BCD); « Time to Start Printing Money », *The Guardian*, 6 mars 2009 (BCD); « Carney to Lobby for Regulatory Changes », *Ottawa Citizen*, 19 juin 2009 (BCD); « The Recession Is Over », *The Globe and Mail*, 24 juillet 2009 (BCD); **118** « La Banque du Canada avance avec prudence », *Le Devoir*, 29 avril 2009 (BCD); **119** Portrait de Mark Carney : Gene Pendon; **120** Caricature : ©Graeme MacKay/artizans.com; « G20 Progress on Financial Reform Expected », 24 septembre 2009, Reuters; **121** « Fifty Who Will Frame a Way Forward », *The Financial Times* (R.-U.), 11 mars 2009, reproduit avec permission; caricature : Anthony Jenkins, *The Globe and Mail*, 28 novembre 2008, reproduite avec la permission de l'artiste; **122** « Confidence Man », *Maclean's*, 23 mars 2009; photo : Chris Wattie, Reuters; **123** « Stable Prices Not Solution », *National Post*, baladodiffusions, 24 août 2009; caricature : ©John Larter/artizans.com.

TROISIÈME DE COUVERTURE : Caricature : Roy Peterson (O.C.), *Vancouver Sun*, 31 juillet 1987, BCA, dossier : Coupures de presse, Dollar canadien.

ACKNOWLEDGEMENTS

The enthusiastic efforts of many talented people made this book possible.

Bank of Canada Senior Deputy Governor, Paul Jenkins, and Deputy Governors Pierre Duguay and John Murray offered valuable insights, comments, and advice, as did James Powell, a retired Bank officer and author of several books on the Bank.

From the Bank's Communications Department, Brigid Janssen (Chief), Kate Dunn, and Kimberley Allen-McGill helped steer the project to completion. Lea-Anne Solomonian and Jill Moxley contributed editorial advice, and Jason Parliament and Josianne Roy coordinated the production process. Research assistance was provided by Ianthi Vayid and Helen Meubus. Permissions and copyright clearances were obtained by Maura Brown and Kenneth Dodd. For the French-language text, Pierre-Yves de la Garde, France Viau, and Nicole Gendron carried out the translation work.

Archivist Jane Boyko and her staff supplied newspaper clippings and other historical records. Library staff gave constant support, especially reference librarian Carolyn Tapp.

—Neville Nankivell, December 2009

REMERCIEMENTS

Le présent ouvrage n'aurait jamais pu voir le jour sans les efforts enthousiastes et le talent de nombreuses personnes, que nous tenons à remercier ici.

Le premier sous-gouverneur de la Banque du Canada, Paul Jenkins, ainsi que les sous-gouverneurs Pierre Duguay et John Murray ont offert des suggestions, des recommandations et des commentaires précieux, de même que James Powell, cadre de la Banque à la retraite et auteur de plusieurs livres sur l'institution.

Au département des Communications de la Banque, Brigid Janssen (chef), Kate Dunn et Kimberley Allen-McGill ont assuré la direction du projet. Lea-Anne Solomonian et Jill Moxley ont prodigué des conseils sur le plan rédactionnel, tandis que Jason Parliament et Josianne Roy ont coordonné la production. Ianthi Vayid et Helen Meubus ont fourni un soutien à la recherche. Maura Brown et Kenneth Dodd se sont chargés d'obtenir les autorisations et l'affranchissement des droits d'auteur. Enfin, ont collaboré à la traduction française Pierre-Yves de la Garde, France Viau et Nicole Gendron.

L'archiviste Jane Boyko et son équipe ont réuni les coupures de journaux et autres documents historiques. Un appui constant est venu du personnel de la Bibliothèque, tout spécialement Carolyn Tapp, bibliothécaire aux renseignements.

— Neville Nankivell, décembre 2009