

Canada's international net indebtedness

La dette extérieure nette du Canada

- *Canada's net external indebtedness increased from \$110 billion in 1980 to \$313 billion in 1993, reflecting the accumulation of current account deficits over many years.*
- *The increase in Canada's external liabilities was concentrated in interest-bearing securities, notably claims on the public sector. In contrast, Canadian residents tended to acquire claims on private foreign assets through direct investment and purchases of equity.*
- *A number of factors raise the prospects for an improvement of Canada's external indebtedness position, including continuing fiscal consolidation of government budgets in Canada, a sustained improvement in Canada's external competitiveness, and a likely improvement in Canada's terms of trade in the wake of a global economic recovery.*

- *La dette extérieure nette du Canada est passée de 110 milliards de dollars en 1980 à 313 milliards en 1993, en raison de déficits persistants de la balance courante.*
- *L'augmentation des engagements du Canada envers l'étranger s'est surtout répercutée sur les titres productifs d'intérêts, notamment sur ceux du secteur public. Les résidents canadiens, par contre, ont en général procédé à des investissements directs et des achats d'actions à l'étranger.*
- *Un certain nombre de facteurs — notamment la poursuite de l'assainissement des finances publiques au pays, l'amélioration de la compétitivité internationale de l'économie canadienne et la perspective d'une évolution favorable des termes de l'échange grâce à une reprise économique à l'échelle mondiale — laissent présager un redressement de la position du Canada au titre de la dette étrangère.*

This article was prepared in the International Department by Robert Lafrance and Mark Kruger.

Cet article a été rédigé au département des Relations internationales par Robert Lafrance et Mark Kruger.

Canada's international net indebtedness

La dette extérieure nette du Canada

-
- *Canada's net external indebtedness increased from \$110 billion in 1980 to \$313 billion in 1993, reflecting the accumulation of current account deficits over many years.*
 - *The increase in Canada's external liabilities was concentrated in interest-bearing securities, notably claims on the public sector. In contrast, Canadian residents tended to acquire claims on private foreign assets through direct investment and purchases of equity.*
 - *A number of factors raise the prospects for an improvement of Canada's external indebtedness position, including continuing fiscal consolidation of government budgets in Canada, a sustained improvement in Canada's external competitiveness, and a likely improvement in Canada's terms of trade in the wake of a global economic recovery.*
 - *La dette extérieure nette du Canada est passée de 110 milliards de dollars en 1980 à 313 milliards en 1993, en raison de déficits persistants de la balance courante.*
 - *L'augmentation des engagements du Canada envers l'étranger s'est surtout répercutée sur les titres productifs d'intérêts, notamment sur ceux du secteur public. Les résidents canadiens, par contre, ont en général procédé à des investissements directs et des achats d'actions à l'étranger.*
 - *Un certain nombre de facteurs — notamment la poursuite de l'assainissement des finances publiques au pays, l'amélioration de la compétitivité internationale de l'économie canadienne et la perspective d'une évolution favorable des termes de l'échange grâce à une reprise économique à l'échelle mondiale — laissent présager un redressement de la position du Canada au titre de la dette étrangère.*

How we got there: The evolution of the current account and savings/investment balances

Canada's external assets and liabilities both grew at a faster pace than gross domestic product (GDP) between 1980 and 1993, reflecting the increasingly global nature of financial transactions (see Table 1).¹ Total assets represent outstanding financial claims (including equity holdings) by Canadians on non-residents, while liabilities represent claims of non-residents on Canadians. However, over this period the growth of liabilities exceeded that of assets, resulting in a substantial rise in Canada's net external indebtedness which has almost tripled

¹The analysis is based on the official statistics on Canada's net international investment position as compiled by Statistics Canada and published in catalogue 67-202.

Les causes de la situation actuelle : l'évolution de la balance courante et du couple épargne-investissement

Tant les avoirs que les engagements du Canada à l'étranger ont augmenté plus vite que le produit intérieur brut (PIB) entre 1980 et 1993, et cela s'explique par la mondialisation croissante des opérations financières (voir Tableau 1)¹. Le total des avoirs représente l'encours des créances financières (y compris le portefeuille d'actions) des Canadiens sur les non-résidents, tandis que les engagements correspondent aux créances des non-résidents sur les Canadiens. Au cours de cette période, cependant, les engagements se sont accrus davantage que les avoirs, d'où une hausse appréciable de la dette extérieure nette du Canada, qui a presque triplé

¹L'analyse repose sur les statistiques établies par Statistique Canada concernant la position nette du Canada au titre des investissements internationaux (publication 67-202 au catalogue).

Table 1
Tableau 1 Canada's international investment position
Bilan des investissements internationaux du Canada

	Year end, billions of Canadian dollars En fin d'exercice et en milliards de dollars canadiens							
	1970 1970	1980 1980	1985 1985	1990 1990	1992 1992	1993 1993	Change 1980 - 1993 Variation 1980 - 1993	
Net international indebtedness position, per cent of GDP	30.1 33.7	110.0 35.5	172.4 36.1	244.0 36.4	293.2 42.6	312.9 44.0	202.9	Position nette au titre de la dette extérieure En pourcentage du PIB
Cumulated current account deficit	11.2	36.7	50.3	153.3	207.4	238.1	201.4	Solde cumulatif de la balance courante (déficit)
Assets								Avoirs
Direct investment	6.2	27.0	57.2	91.5	106.5	115.4		Investissements directs
Other investments								Autres investissements
Stocks	2.3	8.6	15.3	35.3	42.9	49.8		Actions
Bonds	0.5	0.9	5.1	10.2	12.5	17.0		Obligations
Other	0.1	1.1	2.3	3.7	2.1	2.6		Autres
Government of Canada loans and subscriptions	2.4	10.9	19.4	21.8	25.8	26.8		Prêts et souscriptions de l'État
Official international reserves	4.7	4.8	4.6	21.6	15.1	16.9		Réserves officielles de liquidités internationales
Non-bank deposits	1.5	3.7	16.2	17.8	18.1	18.9		Dépôts non bancaires
Other assets	4.2	9.8	1.1	11.1	20.2	27.2		Autres avoirs
Total	21.9	66.7	121.3	213.0	243.2	274.6	207.9	Total
Per cent of GDP	24.6	21.5	25.4	31.8	35.3	38.6		En pourcentage du PIB
Liabilities								Engagements
Direct investment	27.4	64.7	90.4	131.5	138.9	145.9		Investissements directs
Other investments								Autres investissements
Stocks	4.5	13.4	15.1	20.5	18.2	20.2		Actions
Bonds	11.5	54.8	111.9	181.3	234.0	266.4		Obligations
Other	0.6	8.2	18.2	30.9	34.8	33.8		Autres
Canadian banks net foreign and currency liability position	ND	7.1	29.7	28.7	33.7	32.0		Engagements nets en devises étrangères des banques canadiennes
Money market securities	0.6	4.4	5.5	26.4	36.1	45.9		Titres du marché monétaire
Other liabilities	7.3	24.1	22.8	37.6	40.7	43.2		Autres engagements
Total	52.0	176.7	293.7	457.0	536.4	587.6	410.9	Total
Per cent of GDP	58.3	57.0	61.4	68.3	77.9	82.6		En pourcentage du PIB

since 1980. While it rose in line with GDP in the 1980s, it has risen significantly relative to GDP in the 1990s.

The increase in Canada's net external indebtedness reflects the accumulation of current account deficits over many years.² There are different ways to analyse the underlying factors that shaped Canada's current account over the period. One approach is to focus on the proximate factors that influenced Canada's exports and imports, their prices, and the costs of servicing Canada's growing external indebtedness. This was done in a recent article in this *Review*.³ An alternative approach, taken in this article, views the outcome as the result of a gap between domestic investment and the ability to generate savings in the national economy. The link between this gap and the current account is straightforward. Any excess of investment over domestic savings must be financed by calling on foreign savings that are the counterpart of the current account deficit. The savings/investment approach thus puts the indebtedness issue in a broader context, bringing into play the underlying domestic and foreign developments that influence the evolution of the current account. Table 2 and Chart 1 report the relevant savings/investment data, expressed as a proportion of GDP.

The 1980s began with a legacy of high inflation in all industrialized countries, including Canada, that monetary authorities sought to eliminate. At the beginning of that decade, synchronized disinflationary policies in the major industrial countries produced a contraction of demand both in Canada and abroad, and an attendant weakness in commodity prices further moderated demand and income in Canada. Government deficits, which represent negative savings, increased dramatically and savings by businesses fell. Despite these reductions in domestic savings, the current account went into surplus in 1982 as investment declined and personal savings increased.

Following the 1981-82 recession, domestic investment recovered, though it remained weak by past standards. Despite the economic recovery, the government sector continued to drain domestic savings, reflecting, primarily, increasing federal budget deficits. As well,

²The discrepancy between the measured increase in net external indebtedness and the accumulated current account deficits over this period (as can be seen in Table 1) is a reflection of problems in reconciling the records of commercial transactions in the current account with the financial transactions of the capital account of the balance of payments as well as differences in accounting conventions between the balance of payments and balance sheet accounts.

³Agathe Côté, "Current account developments: Comparison with the previous cycle," *Bank of Canada Review*, Winter 1993-1994.

depuis 1980. Si cette dette nette a progressé à peu près au même rythme que le PIB au cours des années 80, elle s'est accrue sensiblement plus vite que ce dernier depuis le début de la décennie en cours.

La hausse de la dette extérieure nette du Canada est due à des déficits persistants de la balance courante². Les facteurs qui ont influé sur l'évolution de la balance courante du Canada au cours de cette période peuvent être analysés de plusieurs façons.

La première façon consiste à retenir les facteurs immédiats qui ont influé sur le montant et les prix des exportations et des importations du Canada, ainsi que sur le service de la dette extérieure croissante du pays; c'est ce qui a été fait dans un article paru récemment dans la *Revue*³. Dans la deuxième approche, celle qui est adoptée dans le présent article, la situation est perçue comme le résultat d'un écart entre l'investissement intérieur et la capacité d'épargne de l'économie nationale. La relation entre cet écart et le solde de la balance courante est fort simple. Tout excédent de l'investissement sur l'épargne intérieure doit être financé par un appel à l'épargne étrangère, qui a pour contrepartie un déficit de la balance courante. L'analyse de la dette extérieure du Canada axée sur le couple épargne-investissement place donc cette question dans un contexte plus large en faisant intervenir les facteurs qui, ici comme à l'étranger, influencent l'évolution de la balance courante. Le Tableau 2 et le Graphique 1 présentent les données pertinentes sur le couple épargne-investissement, exprimées en proportion du PIB.

Tous les pays industrialisés, y compris le Canada, ont abordé les années 80 en traînant une inflation élevée, que les autorités monétaires ont entrepris d'éliminer. Au début de la décennie 80, une politique de désinflation menée simultanément dans les principaux pays industrialisés a engendré une contraction de la demande tant intérieure qu'extérieure et la faiblesse du cours des produits de base qui en a résulté contribuait à déprimer encore davantage la demande et les revenus au Canada. Les déficits publics, qui représentent une épargne négative, ont considérablement augmenté, tandis que l'épargne des entreprises diminuait. Malgré ces réductions de l'épargne intérieure, la balance courante s'est soldée par un excédent en 1982, à la faveur d'une baisse des investissements et d'une augmentation de l'épargne des particuliers.

Après la récession de 1981-1982, les investissements intérieurs se sont redressés, tout en demeurant faibles par rapport aux niveaux atteints dans le passé. Malgré la

²L'écart (qui ressort du Tableau 1) entre la hausse mesurée de la dette extérieure nette et le solde cumulatif de la balance courante au cours de la période considérée est dû aux problèmes que pose le rapprochement des opérations commerciales consignées dans la balance courante et des opérations financières comptabilisées dans la balance des capitaux, ainsi qu'aux différences entre les conventions comptables applicables aux comptes de la balance des paiements et à ceux du bilan.

³Agathe Côté, «L'évolution récente du compte courant : une comparaison avec le cycle précédents», *Revue de la Banque du Canada*, Hiver 1993-1994.

Table 2
Tableau 2

Economic indicators and savings/investment balances
Indicateurs économiques, épargne et investissement

	Savings/investment as per cent of GDP Épargne et investissement, en pourcentage du PIB						Economic indicators Indicateurs économiques				
	Investment ¹ Investissement ¹	Savings Épargne		Net foreign (current account) Étrangère nette (balance courante)			GDP real growth Croissance réelle du PIB	Inflation ³ Inflation ³	Short-term real interest rate ⁴ Taux d'intérêt réel à court terme ⁴	Real G-7 exchange rate ⁵ 1981=100 Taux de change réel par rapport aux autres monnaies du G7 ⁵	
		Domestic Intérieure		Government ² secteur public ²	Net foreign (current account) Étrangère nette (balance courante)						
		Personal Particuliers	Business Entreprises								
1980	20.7	20.1	8.7	14.1	-2.8	0.6	1.5	9.4	3.7	99	1980
1981	21.8	19.8	10.0	11.3	-1.5	2.0	3.7	10.8	7.5	100	1981
1982	16.1	16.5	12.5	10.0	-5.9	-0.4	-3.2	10.8	3.4	102	1982
1983	15.6	16.1	9.9	13.1	-6.9	-0.5	3.2	6.2	3.2	104	1983
1984	17.2	17.5	9.9	14.0	-6.5	-0.3	6.3	3.9	7.3	99	1984
1985	17.5	16.8	8.8	14.8	-6.8	0.7	4.8	3.9	5.7	93	1985
1986	17.8	15.5	7.0	13.9	-5.4	2.3	3.3	5.3	3.9	87	1986
1987	18.8	16.5	5.9	14.4	-3.8	2.3	4.2	4.6	3.8	91	1987
1988	20.9	18.2	6.1	14.5	-2.5	2.7	5.0	4.8	4.9	97	1988
1989	20.7	16.9	6.8	13.1	-2.9	3.8	2.4	5.5	6.7	103	1989
1990	17.8	13.7	6.4	11.4	-4.0	4.1	-0.2	4.4	8.6	102	1990
1991	16.0	11.3	6.5	11.5	-6.6	4.7	-1.8	5.9	3.0	102	1991
1992	15.0	10.3	6.6	10.8	-7.1	4.6	0.6	2.0	4.7	95	1992
1993	15.0	10.8	6.2	11.7	-7.1	4.1	2.2	2.0	3.0	88	1993

1. Includes investment in construction, machinery and equipment and inventories.
2. All levels of government, including the Canada and Quebec pension plans.
3. Inflation is the annual per cent change in the consumer price index, excluding food and energy.
4. Ninety-day commercial paper rate minus rate of inflation.
5. Other G-7 currencies versus Canadian dollar adjusted for relative inflation (GDP implicit deflators) on a trade-weighted basis. An increase in the index represents a real exchange rate appreciation.

1. Y compris l'investissement dans la construction, les machines et matériel et les stocks
2. Toutes les administrations publiques, y compris le Régime de pensions du Canada et le Régime de rentes du Québec
3. Le taux d'inflation consiste dans la variation annuelle en pourcentage de l'indice des prix à la consommation, hors alimentation et énergie
4. Taux du papier commercial à 90 jours minoré du taux d'inflation
5. Autres monnaies du G7 par rapport au dollar canadien corrigées du taux d'inflation relatif (indices implicites du PIB) et pondérées sur la base des échanges internationaux. Un accroissement de l'indice représente une appréciation du taux de change réel.

Chart 1 Investment / savings
Graphique 1 Investissement et épargne

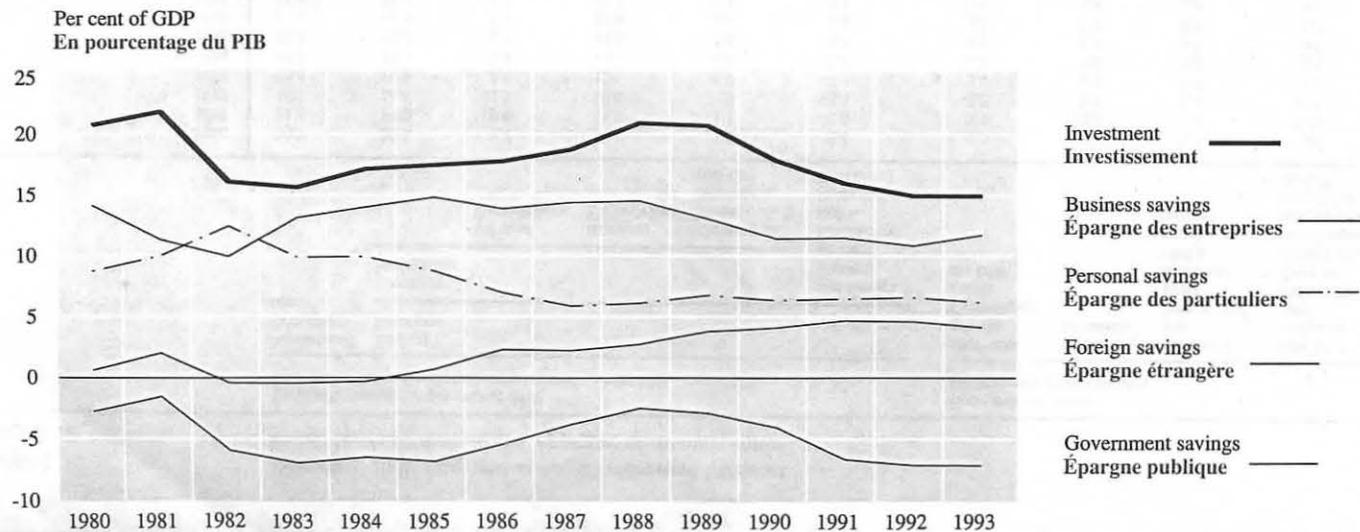


Table 2
Tableau 2

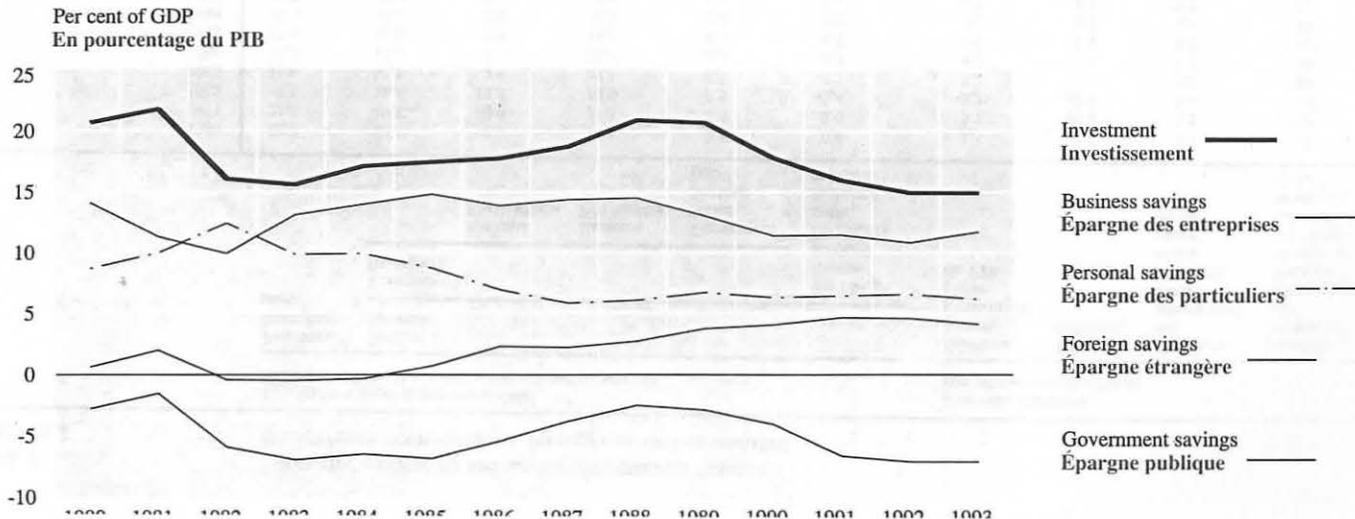
Economic indicators and savings/investment balances
Indicateurs économiques, épargne et investissement

	Savings/investment as per cent of GDP Épargne et investissement, en pourcentage du PIB						Economic indicators Indicateurs économiques				
	Investment ¹ Investissement ¹	Savings Épargne			Net foreign (current account) Étrangère nette (balance courante)	GDP real growth Croissance réelle du PIB	Inflation ³ Inflation ³	Short-term real interest rate ⁴ Taux d'intérêt réel à court terme ⁴	Real G-7 exchange rate ⁵ 1981=100 Taux de change réel par rapport aux autres monnaies du G7 ⁵		
		Domestic Intérieure	Personal Particuliers	Business Entreprises						Government ² Secteur public ²	
1980	20.7	20.1	8.7	14.1	-2.8	0.6	1.5	9.4	3.7	99	1980
1981	21.8	19.8	10.0	11.3	-1.5	2.0	3.7	10.8	7.5	100	1981
1982	16.1	16.5	12.5	10.0	-5.9	-0.4	-3.2	10.8	3.4	102	1982
1983	15.6	16.1	9.9	13.1	-6.9	-0.5	3.2	6.2	3.2	104	1983
1984	17.2	17.5	9.9	14.0	-6.5	-0.3	6.3	3.9	7.3	99	1984
1985	17.5	16.8	8.8	14.8	-6.8	0.7	4.8	3.9	5.7	93	1985
1986	17.8	15.5	7.0	13.9	-5.4	2.3	3.3	5.3	3.9	87	1986
1987	18.8	16.5	5.9	14.4	-3.8	2.3	4.2	4.6	3.8	91	1987
1988	20.9	18.2	6.1	14.5	-2.5	2.7	5.0	4.8	4.9	97	1988
1989	20.7	16.9	6.8	13.1	-2.9	3.8	2.4	5.5	6.7	103	1989
1990	17.8	13.7	6.4	11.4	-4.0	4.1	-0.2	4.4	8.6	102	1990
1991	16.0	11.3	6.5	11.5	-6.6	4.7	-1.8	5.9	3.0	102	1991
1992	15.0	10.3	6.6	10.8	-7.1	4.6	0.6	2.0	4.7	95	1992
1993	15.0	10.8	6.2	11.7	-7.1	4.1	2.2	2.0	3.0	88	1993

1. Includes investment in construction, machinery and equipment and inventories.
2. All levels of government, including the Canada and Quebec pension plans.
3. Inflation is the annual per cent change in the consumer price index, excluding food and energy.
4. Ninety-day commercial paper rate minus rate of inflation.
5. Other G-7 currencies versus Canadian dollar adjusted for relative inflation (GDP implicit deflators) on a trade-weighted basis. An increase in the index represents a real exchange rate appreciation.

1. Y compris l'investissement dans la construction, les machines et matériel et les stocks
2. Toutes les administrations publiques, y compris le Régime de pensions du Canada et le Régime de rentes du Québec
3. Le taux d'inflation consiste dans la variation annuelle en pourcentage de l'indice des prix à la consommation, hors alimentation et énergie
4. Taux du papier commercial à 90 jours minoré du taux d'inflation
5. Autres monnaies du G7 par rapport au dollar canadien corrigées du taux d'inflation relatif (indices implicites du PIB) et pondérées sur la base des échanges internationaux. Un accroissement de l'indice représente une appréciation du taux de change réel.

Chart 1 Investment / savings
Graphique 1 Investissement et épargne



personal savings declined in the face of rising spending. While increased funding was provided by the business sector, it was insufficient to offset the reduction in the other sources of domestic savings, and renewed recourse to foreign savings was required, with the current account moving into deficit in 1985. The trend continued into the latter part of the 1980s as a sustained investment boom, persistent government deficits and reduced personal savings rates contributed to rising current account deficits. The investment boom was fuelled by strong demand for housing, speculative increases in commercial real estate prices, a rebound in commodity prices, the emergence of capacity constraints in many industries and the need to rationalize production in response to global competitive pressures and lacklustre productivity performance.

Despite this increase in the current account deficit through the latter part of the 1980s, net external indebtedness as a percentage of GDP remained relatively steady at around 35-36 per cent. The situation, however, changed in the 1990s.

Domestic demand pressures in 1989 led to further tightening in monetary conditions. In response, domestic demand eased in 1990 and 1991 as interest-sensitive components — residential construction, business fixed investment and consumer expenditures on durable goods — declined in volume terms. The ensuing recession increased public sector deficits as social expenditures and interest payments on the public debt rose. Business profits, and therefore savings, were seriously affected by rising costs, weak domestic spending and lower commodity prices for Canada's exports, which reflected weak economic activity in the major industrial countries. In these circumstances, personal savings as a proportion of GDP declined slightly. Despite the fall in investment in 1990-91, the relatively low levels of personal and business savings and high government deficits meant that foreign savings had to bridge the gap and the current account deficit increased.

As the inflationary pressures dissipated and monetary conditions eased, the economy started to recover in 1992. The recovery, though muted by past standards, was led by strong growth in exports in the wake of the recovery of the U.S. economy. Businesses also invested heavily in computer-related equipment to increase productivity. (As much of this new equipment was imported, it had a direct adverse effect on the current account.) Non-residential construction activity declined, however, as a result of previous over-investment, contributing to a further decline in total investment as a proportion of GDP in the

reprise économique, le secteur public a continué de drainer l'épargne intérieure, à cause surtout de déficits accrus des budgets fédéraux. L'épargne des particuliers a parallèlement diminué en raison d'une hausse des dépenses. L'épargne dégagée par les entreprises a bien sûr augmenté, mais pas suffisamment pour compenser la contraction des autres sources d'épargne intérieure, de sorte qu'il a fallu recourir de nouveau à l'épargne étrangère, et le solde de la balance courante est devenu déficitaire en 1985. La tendance s'est poursuivie dans la deuxième moitié des années 80, à un moment où une expansion soutenue des investissements, des déficits publics persistants et une baisse du taux d'épargne des particuliers ont contribué à un accroissement des déficits du compte courant. L'expansion des investissements a été alimentée par une forte demande de logements, la hausse spéculative des prix des immeubles commerciaux, le redressement des cours des produits de base, l'apparition de contraintes des capacités de production dans nombre de secteurs d'activité et la nécessité de rationaliser la production face à la concurrence internationale et à une piètre tenue de la productivité au Canada.

En dépit de cette hausse du déficit de la balance courante pendant la deuxième moitié des années 80, la dette extérieure nette du Canada est restée relativement stable par rapport au PIB, aux environs de 35 à 36 % de celui-ci. La situation devait toutefois changer dans les années 90.

Les pressions de la demande intérieure en 1989 ont conduit à un nouveau resserrement des conditions monétaires. Aussi la demande intérieure a-t-elle fléchi en 1990 et 1991, dans le sillage du volume de la construction résidentielle, des investissements fixes des entreprises et des achats de biens durables de consommation, autant de composantes de la demande sensibles aux variations des taux d'intérêt. La récession qui a suivi s'est traduite, dans le secteur public, par une aggravation des déficits imputable à une augmentation des dépenses sociales et à des paiements d'intérêts au titre du service de la dette. Les bénéficiaires des entreprises — et par conséquent leur épargne — se sont nettement ressentis de la croissance des coûts, de la faiblesse de la consommation intérieure et de la baisse des prix à l'exportation des produits de base du Canada, qui témoignait de la morosité de l'économie dans les principaux pays industriels. Dans de telles circonstances, l'épargne des particuliers a légèrement diminué en proportion du PIB. Malgré la baisse des investissements en 1990-1991, le niveau relativement faible de l'épargne des particuliers et des entreprises, joint à des déficits élevés dans le secteur public, a nécessité le recours à l'épargne étrangère pour combler l'écart, ce qui s'est reflété dans un déficit accru de la balance courante.

L'économie a amorcé une reprise en 1992, avec l'atténuation des pressions inflationnistes et l'assouplissement des conditions monétaires. Bien que modeste par rapport aux reprises précédentes, celle-ci a été alimentée par une forte croissance des exportations, impulsée par la relance aux États-Unis. Les entreprises ont également

recovery.⁴ Notwithstanding the lower rate of investment and the improvement in corporate profitability in 1993, the current account deficit, though declining as a proportion of GDP, remained high due to substantial government deficits and low personal savings.

The accumulation of high current account deficits in a period in which there was little economic expansion resulted in an increase of the ratio of net external indebtedness to GDP of 8 percentage points in the course of four years, from 36 to 44 per cent.

How it was financed: The evolution of Canada's external balance sheet

Financing of Canada's current account deficit changed markedly over the period. The increase in Canada's liabilities consisted largely of interest-bearing securities, i.e. bonds and money market instruments, for which interest obligations have to be met irrespective of economic conditions.⁵ While this trend towards interest-bearing securities was evident in the 1980s, it became more pronounced in the 1990s reflecting the increased amount of government debt financing. As mentioned above, the increase in Canada's external liabilities exceeded the current account financing requirements as Canadian residents also acquired assets abroad over the period. Canadian residents tended to acquire claims on private foreign assets through direct investment⁶ and purchases of equity for portfolio purposes — investments that are riskier but yield higher returns in the long run.

Debt instruments

Between 1980 and 1993, holdings of Canadian long-term debt instruments by non-residents doubled as a proportion of GDP, from 20 to 40 per cent. Federal government debt held by non-residents grew

⁴Certain developments tended to give an exaggerated impression of the decline in investment spending in the 1990s. As a result of consistent improvements in technology, the price of machinery and equipment fell by more than a third relative to the general price level (GDP deflator) between 1986 and 1993. Concurrently, investment shifted away from the construction of new facilities in favour of machinery and equipment. The impact of the shift to investment in machinery and equipment and the declining relative price of the latter can be seen in the fact that, measured in 1986 prices, investment averaged 18.7 per cent of GDP over the 1990-93 period compared to a peak of 21.4 per cent in 1989.

⁵Money market instruments refer to securities that have a term to maturity of less than one year, mainly treasury bills and commercial paper.

⁶Direct investment refers to investment that allows the investor to influence the management of an enterprise; by convention, this means an equity stake of at least 10 per cent.

engagé d'importants investissements en équipement informatique afin d'accroître leur productivité. (Dans la mesure où bon nombre de ces équipements étaient importés, ils ont eu un effet direct négatif sur la balance courante.) L'activité a cependant diminué dans le secteur de la construction non résidentielle en raison du surinvestissement antérieur, ce qui a contribué à un nouveau fléchissement de l'investissement total en proportion du PIB au cours de la reprise⁴. Malgré la baisse du taux d'investissement et l'amélioration des marges bénéficiaires des sociétés en 1993, le déficit de la balance courante, tout en diminuant en proportion du PIB, n'en est pas moins resté élevé en raison des déficits publics substantiels et du bas niveau de l'épargne des particuliers.

L'accumulation de déficits élevés de la balance courante pendant une période marquée par une faible expansion économique a fait monter le rapport de la dette extérieure nette au PIB de huit points en quatre ans, soit de 36 à 44 %.

Le financement des déficits de la balance courante : l'évolution du bilan extérieur du Canada

Le financement du déficit de la balance courante canadienne a fortement évolué au cours de la période considérée. L'accroissement des engagements du Canada s'est surtout répercuté sur les titres productifs d'intérêts, par exemple les obligations et le titres du marché monétaire, sur lesquels le débiteur doit payer des intérêts, peu importe la conjoncture économique⁵. Cette hausse tendancielle du volume des titres rémunérés était déjà manifeste au cours des années 80, mais elle est devenue plus prononcée pendant la décennie en cours, en raison des besoins accrus de financement de la dette publique. Comme nous l'avons mentionné, les engagements du Canada envers l'étranger ont davantage augmenté que les besoins de financement de la balance courante, les résidents canadiens accroissant également leur portefeuille d'avoirs étrangers au cours de la période. Les résidents canadiens ont eu tendance à acquérir des créances sur le secteur privé à l'étranger en procédant à des investissements directs⁶ et à des achats d'actions pour accroître leurs portefeuilles; il s'agit de placements plus risqués, mais rapportant un rendement plus élevé à long terme.

⁴Certains facteurs ont eu tendance à amplifier la baisse des investissements au cours des années 90. Des progrès techniques constants ont permis d'abaisser de plus d'un tiers le prix des machines et du matériel par rapport au niveau général des prix (l'indice implicite des prix du PIB) entre 1986 et 1993. Parallèlement, les investissements se sont détournés des bâtiments industriels et commerciaux en faveur des machines et du matériel. L'effet de l'importance accrue des investissements en machines et matériel et de la diminution de leur prix relatif est attesté par le fait que les investissements, aux prix de 1986, ont représenté en moyenne 18,7 % du PIB de 1990 à 1993, comparativement à un sommet de 21,4 % en 1989.

⁵Par titres du marché monétaire, on entend des titres à moins d'un an, principalement les bons du Trésor et les papiers commerciaux.

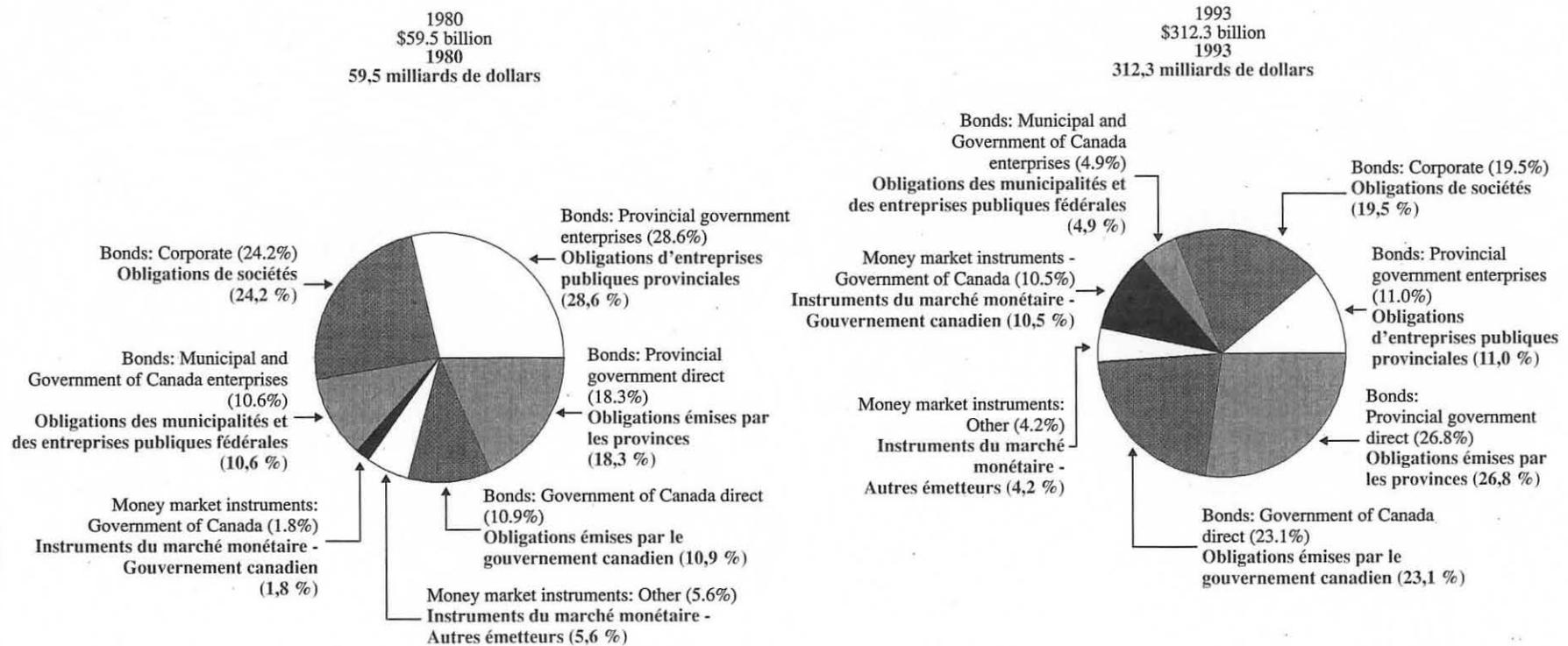
⁶On entend par «investissements directs», les investissements qui permettent à l'investisseur d'influer sur la direction d'une entreprise — ce qui, par convention, signifie une participation d'au moins 10 %.

quickly owing to continuing high budget deficits and the appeal to foreign lenders of high quality debt at attractive rates of return (Chart 2). By the end of 1993, non-residents held \$266 billion of Canadian bonds, more than one-third of the total, including \$72 billion of Government of Canada bonds. Over three-quarters of Canadian bond liabilities to non-residents by the end of the period represented claims on Canadian governments and their enterprises. Bond issues, with the exception of federal government issues, were often placed in the Euro-bond market, frequently in Canada dollars. Underlying this growth was the rapid expansion of the Euro-bond market in the second half of the 1980s and the development of interest rate and currency swap markets in Canadian dollars, which made Canadian-dollar-denominated securities more attractive to a broader range of investors.

Les titres de dette

Entre 1980 et 1993, les portefeuilles de titres de dette canadiens à long terme détenus par les non-résidents ont doublé en proportion du PIB, passant de 20 à 40 %. Le montant des titres du gouvernement fédéral détenus par des non-résidents a enregistré une hausse rapide en raison de la persistance de déficits budgétaires élevés et de l'attrait que des titres de premier ordre, offrant un rendement intéressant, présentaient pour les prêteurs étrangers (Graphique 2). À la fin de 1993, les non-résidents détenaient 266 milliards de dollars d'obligations canadiennes, soit plus du tiers du total, dont 72 milliards de dollars d'obligations du gouvernement du Canada. Plus des trois quarts des obligations canadiennes détenues par les non-résidents à la fin de la période représentaient des créances sur les administrations publiques canadiennes et leurs entreprises. Les émissions d'obligations, à l'exception des titres du gouvernement fédéral, ont souvent été placées sur le marché des euro-obligations

Chart 2 Gross non-resident holdings of Canadian money market instruments and bonds by issuer
Graphique 2 Avoirs bruts des non-résidents en titres du marché monétaire et en obligations canadiennes, par émetteur



Purchases of money market instruments by non-residents increased substantially in the late 1980s and early 1990s. Canada's net short-term debt position with non-residents, which includes net holdings of money market paper and bank deposits and the chartered banks' net foreign currency position, also increased, from 2.5 per cent of GDP in 1980 to over 8 per cent in 1993.

Foreign direct investment and equities

Canadian direct investment abroad increased from \$27 billion in 1980 to \$115 billion in 1993, and was directed mainly to the United States, particularly in the financial service sector. Canadian investors were attracted by the greater size and diversity of the U.S. market, as well as by greater productivity and lower factor costs. Ease of financing was also a factor, as shown by some of the more spectacular corporate takeovers in the 1980s. The prospective implementation of the Canada-U.S. Free Trade Agreement encouraged investment in the United States; however, the U.S. share of Canadian foreign direct investment abroad declined from a peak of 69 per cent in 1984 to 56 per cent by 1993. An increasing share of Canadian investment abroad has instead been directed to the countries in the European Union (mainly to the United Kingdom) in anticipation of a unified European market.

Foreign direct investment in Canada progressed at a slower rate than Canadian investment abroad and was financed mainly from the accumulation of retained earnings of foreign firms in Canada rather than from new investment inflows. Although the outstanding stock rose from \$65 billion in 1980 to \$146 billion in 1993, as a proportion of GDP it remained unchanged at 21 per cent. Early in the decade, foreign direct investment inflows had been discouraged by, among other factors, the activities of the Foreign Investment Review Agency, which screened most foreign takeovers. Additionally, the National Energy Program (NEP)—implemented in October 1980 to promote Canadian ownership in the energy sector—encouraged the takeover of foreign firms by Canadian interests. However, policy shifted towards a more accommodative stance with the abandonment of the NEP and the adoption of the Investment Canada Act in 1985, and with the implementation of the Canada-U.S. Free Trade Agreement in 1989. While it is too early to draw conclusions about what effect the Free Trade Agreement and subsequent North American Free Trade Agreement have had, these agreements are expected to promote trade and investment flows within North America.

Canadian residents' holdings of foreign equities increased more than

et ont été fréquemment libellées en dollars canadiens. Cette croissance s'explique en partie par l'expansion rapide du marché des euro-obligations pendant la deuxième moitié des années 80 ainsi que par l'évolution des marchés des swaps d'intérêt et de devises en dollars canadiens, qui ont rendu les titres libellés en monnaie canadienne plus attrayants aux yeux d'un plus large éventail d'investisseurs.

Les achats de titres du marché monétaire par des non-résidents ont sensiblement augmenté à la fin des années 80 et au début de la décennie 90. La position nette du Canada au titre de sa dette extérieure à court terme, dans laquelle entrent les avoirs nets en titres du marché monétaire et en dépôts bancaires et la position nette des banques à charte en monnaies étrangères, s'est également accrue, passant de 2,5 % du PIB en 1980 à plus de 8 % en 1993.

Les investissements directs et les portefeuilles d'actions étrangères

Les investissements directs canadiens à l'étranger sont passés de 27 milliards de dollars en 1980 à 115 milliards de dollars en 1993; ils ont surtout été effectués aux États-Unis, en particulier dans le secteur des services financiers. Les investisseurs canadiens ont été motivés par la taille et la diversité du marché américain, ainsi que par une productivité plus élevée et des facteurs de production moins coûteux. La facilité d'accès au financement a également joué un rôle dans cette tendance, comme en ont témoigné certaines des prises de contrôle les plus spectaculaires effectuées au cours des années 80. La perspective de l'entrée en vigueur de l'accord de libre-échange canado-américain a stimulé les investissements aux États-Unis; toutefois la part de ce dernier pays dans les investissements directs canadiens à l'étranger a diminué, passant d'un sommet de 69 % en 1984 à 56 % en 1993. Les Canadiens ont plutôt accru leurs investissements directs dans les pays de l'Union européenne (principalement le Royaume-Uni) en prévision de l'unification du marché européen.

Les investissements directs au Canada ont progressé moins vite que les investissements canadiens à l'étranger et ils ont été financés par les bénéfices non répartis des entreprises étrangères au Canada plutôt que par de nouvelles entrées de capitaux. Bien que leur montant cumulatif soit passé de 65 milliards de dollars en 1980 à 146 milliards en 1993, ils n'ont pas varié en proportion du PIB, se maintenant à 21 % de celui-ci. Au début des années 80, les investissements directs étrangers avaient été freinés par un certain nombre de facteurs, dont les interventions de l'Agence d'examen de l'investissement étranger, qui scrutait la plupart des prises de contrôle d'entreprises canadiennes par des intérêts étrangers. De plus, le Programme énergétique national (PEN)—mis en place en octobre 1980 afin d'accroître la participation canadienne dans le secteur de l'énergie—avait stimulé la prise de contrôle d'entreprises étrangères par des capitaux canadiens. La politique publique est toutefois devenue plus favorable aux investisseurs étrangers avec l'abandon du PEN et l'adoption de la *Loi sur l'investissement Canada* en 1985, puis l'entrée en

fivefold between 1980 and 1993. Higher permissible limits on the share of Canadian pension fund portfolios that could be held in foreign assets, introduced in 1990, and the growth of outward oriented mutual funds in recent years contributed to this trend. Non-residents increased their investment in Canadian equities in the wake of the stock market's strong performance in the recovery following the 1982 recession. This trend was sharply reversed in the aftermath of the October 1987 stock market crash, which led to a shift in foreign interest towards Canadian bonds. However, the strong performance of the Canadian stock markets in 1993 attracted greater foreign interest in equities, with net purchases of Canadian stocks reaching a record level of almost \$12 billion.⁷

The sources of external funds

The sources of external funding and the composition of Canada's international capital flows were influenced by global trends over the 1980-93 period, as world capital markets became more closely integrated. These trends included the development of new financial instruments, shifts in the pattern of world current account balances and a global trend towards securitization and away from financial intermediation by banks in international markets.⁸ Supporting the expansion of world capital markets was a long series of reforms through the 1980s involving the deregulation of international capital flows and domestic capital markets, particularly in Japan and Western Europe. Foreign currency transactions were facilitated; rules limiting foreign asset holdings for major financial intermediaries were relaxed; a number of countries abolished specific withholding taxes for non-residents; and barriers between specialized financial institutions were reduced and, in some instances, abolished. Moreover, persistent U.S. current account

⁷Canadian equities held by non-residents as recorded in Canada's external balance sheet only increased by \$2 billion, however, owing to adjustments carried out by Statistics Canada. In the balance of payments flows, equity transactions with non-residents are recorded at transaction, or market values. In the balance sheet accounts, recording Canada's net international investment position, the equity holdings of non-residents are based on their share of the value of the equity of issuing Canadian corporations. This value is based on book value (i.e. the value of the shares at the time of issue) plus cumulated retained earnings. In 1993, retained earnings were low because many companies booked one-time losses as they restructured their operations. In contrast, market values were high in anticipation of future profit streams. This combination of factors explains a large part of the \$10 billion discrepancy in the accounts.

⁸The underlying factors and implications of these developments for international banking are examined in *Recent Innovations in International Banking*, Bank for International Settlements, April 1986. For a broad study of the internationalization of financial markets and their implications for Canada, see *Globalization and Canada's Financial Markets*, Economic Council of Canada, 1990.

vigueur de l'Accord de libre-échange canado-américain en 1989. S'il est encore trop tôt pour porter un jugement sur les effets que cet accord et l'Accord de libre-échange nord-américain ont eus jusqu'ici, il n'en demeure pas moins que ces ententes devraient promouvoir le commerce et l'investissement dans toute l'Amérique du Nord.

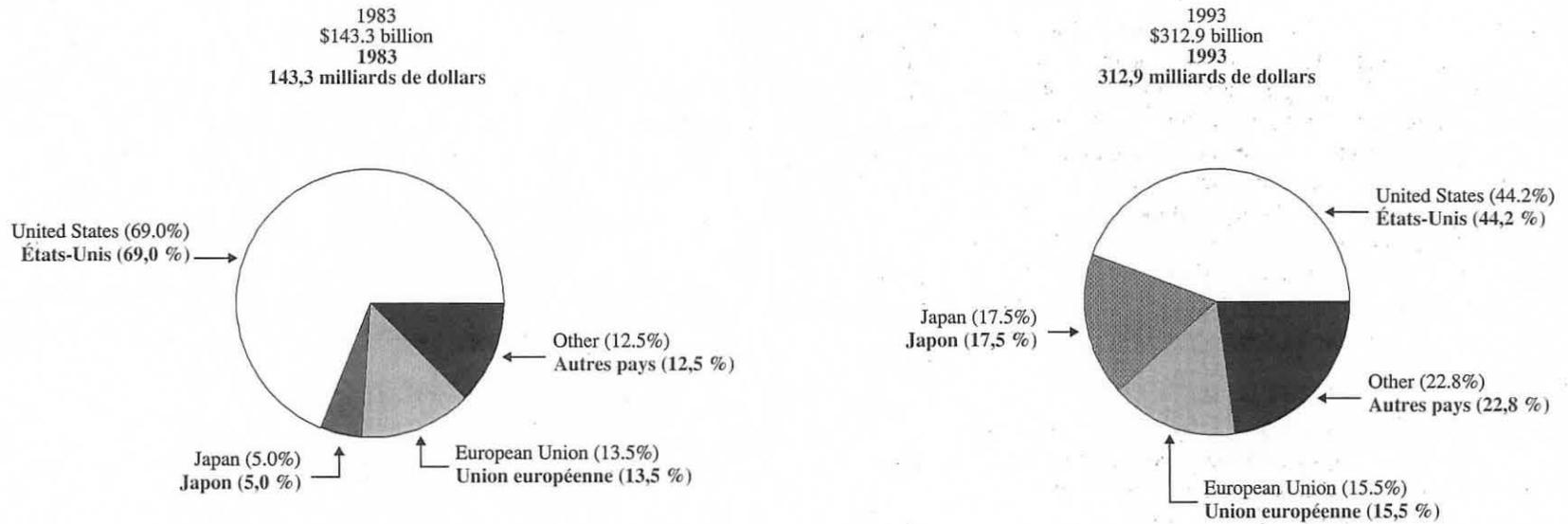
Les portefeuilles d'actions étrangères détenus par les résidents canadiens ont plus que quintuplé entre 1980 et 1993. Le relèvement du pourcentage maximal des portefeuilles que les caisses de retraite canadiennes étaient autorisées à placer en avoirs étrangers à partir de 1990 et la croissance, ces dernières années, des fonds communs de placements axés sur les valeurs étrangères ont contribué à cette tendance. Les non-résidents ont accru leurs portefeuilles d'actions canadiennes à la faveur de la vive hausse enregistrée sur les marchés boursiers au cours de la reprise consécutive à la récession de 1982. La tendance s'est brusquement inversée après le krach boursier d'octobre 1987, qui a amené les investisseurs étrangers à s'intéresser davantage aux obligations canadiennes. Les très bons résultats des bourses canadiennes en 1993 ont cependant avivé l'intérêt des étrangers pour les actions canadiennes, dont les achats nets atteignent un niveau record de près de 12 milliards de dollars⁷.

Les sources de financement extérieur

Les sources de financement extérieur et la composition des mouvements de capitaux internationaux intéressant le Canada ont subi l'influence des tendances mondiales de 1980 à 1993, dans le contexte d'une intégration plus poussée des marchés mondiaux de capitaux. Parmi ces tendances, notons l'apparition de nouveaux instruments financiers, les différences d'évolution des soldes des comptes courants à l'échelle mondiale et une tendance générale à la titralisation, aux dépens de l'intermédiation financière des banques sur les marchés internationaux⁸. L'expansion des marchés mondiaux de capitaux a été favorisée par toute une série de réformes tout au long des

⁷Les portefeuilles d'actions canadiennes détenus par des non-résidents n'ont cependant augmenté que de 2 milliards de dollars, selon le bilan du Canada vis-à-vis de l'étranger, en raison de redressements apportés par Statistique Canada. Dans la balance des paiements, les opérations sur actions effectuées avec des non-résidents sont comptabilisées aux prix de transaction ou du marché. Dans le bilan, qui fait état de la position nette du Canada au titre des investissements internationaux, les portefeuilles d'actions des non-résidents sont inscrits à la valeur que représente leur part dans l'avoir net des sociétés canadiennes émettrices. Celui-ci est égal à la valeur comptable des actions (leur prix d'émission) augmentée des bénéfices non répartis. En 1993, ces derniers étaient peu élevés parce que de nombreuses sociétés avaient passé en charges des pertes ponctuelles liées à la restructuration de leurs activités. Par contre, les cours en bourse étaient élevés en prévision des bénéfices futurs des entreprises. Cette combinaison de facteurs explique en grande partie l'écart de 10 milliards de dollars que l'on observe entre les deux comptabilités.

⁸Les facteurs à l'origine de cette évolution des activités bancaires internationales et leurs implications sont examinés dans *Recent Innovations in International Banking*, Banque des Règlements Internationaux, avril 1986. Le lecteur trouvera une large étude de l'internationalisation des marchés financiers et des conséquences de ce phénomène pour le Canada dans *Les marchés financiers canadiens et la mondialisation*, Conseil économique du Canada, 1990.



deficits in the 1980s transformed the United States into the world's largest capital importer, while Japan became the largest capital exporter. Net capital exports from Japan were particularly noteworthy as Japanese non-official holdings accounted for more than a quarter of total world cross-border bond investment through the period.

The sources of Canada's external financing reflected these world-wide developments (Chart 3). The United States became a less important provider of funds to Canada in the 1980s while Japan and other countries became more important. Large purchases of Canadian securities were made by Japanese investors, who were rapidly expanding their overseas portfolios and increasing the share devoted to Canadian dollar assets.⁹ In contrast to the 1980s, the 1990s witnessed

⁹Through most of the 1980s, Japanese life insurance companies had been attracted to Canadian bonds by their relatively high yields and regulations that required policy holder dividend payments to be paid out of income rather than capital gains. Recent regulatory changes in Japan may have signalled an end to the life insurers' "buy and hold" investment strategy. Companies were allowed to make policy holder dividend payments out of realized capital gains in 1989, and a portion of unrealized capital gains was also made eligible in January 1993.

années 80, notamment la déréglementation des mouvements de capitaux internationaux et des marchés de capitaux nationaux, spécialement au Japon et en Europe de l'Ouest. Les opérations en devises ont été facilitées, les règles limitant les types d'avoirs étrangers que pouvaient détenir les principaux intermédiaires étrangers ont été assouplies, un certain nombre de pays ont aboli certaines retenues fiscales applicables aux non-résidents, et ils ont abaissé, voire, dans certains cas, éliminé les barrières séparant les catégories d'institutions financières spécialisées. De plus, les déficits persistants de la balance courante des États-Unis au cours des années 80 ont fait de ce pays le plus gros importateur de capitaux au monde, tandis que le Japon en devenait le principal exportateur. Les exportations nettes de capitaux japonais ont été particulièrement notables, les avoirs non officiels des Japonais représentant plus du quart du total mondial des achats internationaux d'obligations pendant la période.

Les sources du financement extérieur du Canada se sont ressenties de cette évolution à l'échelle mondiale (Graphique 3). La part des États-Unis dans les entrées de capitaux au Canada a diminué au cours des années 80 au profit de celle du Japon et d'autres pays. D'importants achats de titres canadiens ont été effectués par les investisseurs japonais, qui ont accru à un rythme rapide leurs portefeuilles de titres

large capital inflows originating from the United States while Japanese investments waned because of financial difficulties at home and poor returns on investments in Canada in yen terms.

Canada's international indebtedness: An assessment

In an earlier *Bank of Canada Review* article that examined Canada's external debt position, a number of objective indicators of the sustainability of a country's foreign indebtedness were identified.¹⁰ These included: the maturity structure of debt repayments; the diversity of borrowers and lenders; the currency denomination of the debt; and whether foreign investment was accompanied by investment in new productive capacity. Reviewing developments since 1980, a number of positive factors are worth noting. To begin with, there is a greater geographic diversification of non-resident holdings of Canadian assets, which means that the risk of refinancing difficulties due to problems in specific geographic regions or markets is reduced. A second positive factor is the greater demand for Canadian-dollar-denominated bonds, which reduces exchange rate risk for the issuers. This has reflected, in part, improved hedging facilities for foreign investors. In 1980, only 18 per cent of Canadian bonds held by non-residents were payable in Canadian dollars, while 71 per cent were payable in U.S. dollars. By 1993, Canadian dollar bonds represented 43 per cent of Canadian bonds held by non-residents, while the share of U.S. dollar bonds had fallen to 44 per cent. A third positive factor is the fact that Canadian investors have increased their direct investment abroad and their holdings of foreign equity, purchasing assets which typically yield larger returns than debt instruments in the long run.

Other factors, however, cast the evolution of Canada's net external indebtedness position in a less favourable light. First, as noted in the previous section, there was a shift in the net external indebtedness position towards debt instruments, notably bonds, which require servicing irrespective of economic conditions (see Chart 4). As a consequence, net interest payments to non-residents on debt instruments represented 3.6 per cent of GDP in 1993, up from 2 per cent in 1980. Second, most of the increase in Canada's international debt has been a reflection of government budgetary deficits. Government borrowings that are used productively and generate sufficient revenues to service the debt do not represent a problem. The burden of servicing the debt,

étrangers et fait augmenter la part des avoirs en dollars canadiens⁹. Contrairement à la décennie précédente, les années 90 ont été marquées par de fortes entrées de capitaux américains, tandis que les investissements japonais fléchissaient à cause de difficultés financières sur le plan intérieur et du faible rendement des placements effectués au Canada, après conversion en yens.

Une évaluation de la dette extérieure du Canada

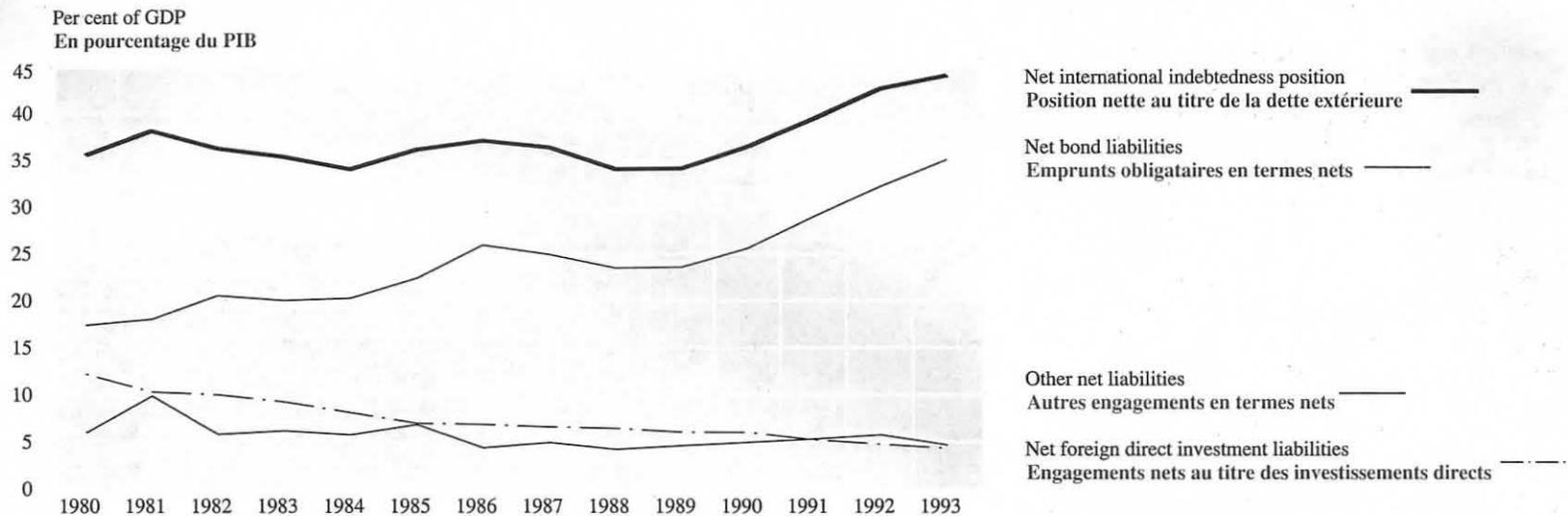
Dans un article publié dans la *Revue de la Banque du Canada* il y a quelques années sur la dette extérieure du pays, l'auteur proposait plusieurs critères objectifs pour assurer la capacité d'un pays de supporter un certain endettement vis-à-vis de l'étranger¹⁰. Ces critères comprenaient la structure d'échéance de la dette, l'éventail des emprunteurs et des prêteurs, la monnaie dans laquelle les titres sont libellés et la question de savoir si les investissements étrangers s'accompagnent d'un accroissement de la capacité de production. Un examen de l'évolution intervenue depuis 1980 fait ressortir plusieurs facteurs positifs. Tout d'abord, les portefeuilles d'avoirs canadiens détenus par les non-résidents sont plus diversifiés du point de vue géographique, ce qui réduit les risques de difficultés de refinancement dus à des problèmes que posaient des régions ou des marchés en particulier. Un deuxième facteur positif est la demande accrue d'obligations libellées en dollars canadiens, ce qui réduit les risques de change pour l'émetteur. Cela est dû en partie à l'amélioration des mécanismes de couverture à la disposition des investisseurs étrangers. En 1980, seulement 18 % des obligations canadiennes détenues par des non-résidents étaient libellées en dollars canadiens, contre 71 % en dollars américains. En 1993, la part des obligations en dollars canadiens était passée à 43 % et celle des obligations en dollars américains, à 44 %. Un troisième facteur positif tient au fait que les Canadiens ont accru leurs investissements directs à l'étranger et leurs portefeuilles d'actions étrangères, acquérant des avoirs offrant généralement des taux de rendement plus élevés que les titres de dette en longue période.

D'autres facteurs font cependant apparaître l'évolution de la position nette du Canada au titre de la dette extérieure sous un jour moins favorable. Tout d'abord, ainsi que l'indiquait la section précédente, l'importance relative des titres de créance, notamment des obligations, dont le service doit être assuré, quelle que soit la situation économique, a augmenté (voir le Graphique 4). Aussi les paiements nets d'intérêts

⁹Pendant la majeure partie des années 80, les compagnies japonaises d'assurance vie ont acheté beaucoup d'obligations canadiennes en raison de leur rendement relativement élevé et de dispositions réglementaires les obligeant à verser des dividendes aux assurés à partir de leurs revenus plutôt que de leurs gains de capital. Les changements apportés récemment à la réglementation au Japon annoncent peut-être la fin de la stratégie de placement suivie jusqu'ici par les assureurs-vie, qui était de garder le plus longtemps possible les titres achetés. Les sociétés ont été autorisées à verser des dividendes aux assurés à partir des gains de capital en 1989 et d'une partie des plus-values latentes en janvier 1993.

¹⁰«Quelques aspects de la position du Canada au titre des investissements internationaux», *Revue de la Banque du Canada*, novembre 1985.

^{10a}«Aspects of Canada's international investment position», *Bank of Canada Review*, November 1985.



however, is more onerous if the debt is contracted mainly to finance current expenditures rather than used to raise productivity. Finally, there was a shift over the period towards debt obligations of shorter maturities, making debt financing more sensitive to fluctuations in short-term interest rates. In 1980, 58 per cent of all bonds held by non-residents had an original maturity of more than 10 years. By 1993, only 21 per cent of foreign-held bonds had an original maturity greater than 10 years, while the proportion of bonds with an original maturity of five years or less had increased from 25 to 43 per cent.¹¹

Canada's external debt cannot increase indefinitely relative to the country's capacity to pay. To gain a better understanding of the dynamics and trade-offs of debt accumulation it is useful to separate out that part of the current account balance which is required to service the external indebtedness position (i.e. interest and dividend payments to non-residents net of receipts). The net balance of international transactions in goods and services excluding these debt servicing flows may be called the primary current account surplus (or deficit if

faits aux non-résidents sur des titres de créance représentaient-ils 3,6 % du PIB en 1993, contre 2 % en 1980. Ensuite, l'augmentation de la dette internationale du Canada a découlé en majeure partie du besoin de financer les déficits publics. Les emprunts publics qui sont affectés à des fins productives et génèrent des recettes suffisantes pour assurer le service de la dette n'entraînent aucun problème. Toutefois, le service de la dette est plus lourd à supporter si les nouveaux emprunts sont contractés principalement pour financer des dépenses courantes plutôt que pour améliorer la productivité. Enfin, on a observé pendant la période un raccourcissement de l'échéance moyenne des titres de créance, ce qui a rendu le financement par voie d'emprunts plus sensible aux fluctuations des taux d'intérêt à court terme. En 1980, 58 % de toutes les obligations détenues par des non-résidents avaient une échéance de plus de dix ans au moment de l'émission. En 1993, ce type d'obligations ne représentait plus que 21 % du total, les obligations à cinq ans ou moins étant passées de 25 à 43 %¹¹.

La dette extérieure du Canada ne peut augmenter indéfiniment par rapport à la capacité financière du pays. Pour mieux comprendre la dynamique et les arbitrages que met en jeu l'accumulation de dettes, il convient de distinguer la partie du solde de

¹¹More recently, this trend has begun to reverse. This is particularly evident in the increased holdings by non-residents of bonds with original maturities of between 6 and 10 years.

¹¹Cette tendance a commencé à s'inverser récemment. Cela se manifeste tout particulièrement par la hausse des portefeuilles étrangers d'obligations portant des échéances de six à dix ans au moment de l'émission.

negative). With a zero primary surplus¹² external indebtedness and the debt service as a proportion of GDP would increase as long as the growth rate of GDP was less than the effective rate of interest to service the net indebtedness. For example, if GDP were to grow at a rate of 5 per cent (say, 3 per cent in volume with 2 per cent inflation), the ratio of net indebtedness to GDP would rise whenever the effective rate of interest (or the ratio of net payments to non-residents to the amount of net external indebtedness) was higher than 5 per cent.¹³ Such a situation would not be sustainable, since it would imply an ever-increasing amount of indebtedness relative to GDP. In order to prevent this, an indebted country must run a primary balance surplus that is large enough to offset the accumulation of debt-servicing obligations. The larger the ratio of net foreign indebtedness to GDP, the larger the surplus that is required to meet debt-servicing obligations.

In this regard, the prospects for a reduction in Canada's external indebtedness as a proportion of GDP are rather promising for a number of reasons. First, the impressive improvement in Canada's international competitiveness position in the last two years can be expected to lead to an increase in Canada's merchandise trade surplus in the medium term. Second, it is likely that Canada's terms of trade (its export prices relative to its import prices) will become more favourable in the future. Canada's terms of trade deteriorated after 1989 due to the reduction in world commodity prices resulting from the slowdown in world economic activity. As the global economic recovery strengthens, rising commodity prices will have a favourable impact on Canada's terms of trade. In addition to the cyclical rebound of world commodity prices, Canada's terms of trade will continue to benefit from the continuing decline of computer prices, given the importance of computers and related equipment in Canada's imports. A sustained improvement in the terms of trade can make a significant contribution to an improvement in the primary balance. Finally, it is conceivable that Canadian interest rates will decline over time as markets continue to adjust to the low inflation environment, as the government fiscal situation improves, and as the relatively high premiums on Canadian securities required by investors in international markets are reduced.

¹²Canada's primary current account deficit was \$4 billion in 1993.

¹³The effective rate of interest was 9.1 per cent in 1993.

la balance courante qui est nécessaire au service de la dette extérieure (c'est-à-dire les paiements d'intérêts et de dividendes faits à des non-résidents, moins les revenus d'intérêts et de dividendes provenant de l'étranger). Le solde des opérations internationales portant sur des biens et services, à l'exclusion des flux liés au service de la dette, peut être désigné comme un excédent (ou un déficit) primaire de la balance courante. En présence d'un excédent primaire nul¹², la dette extérieure et le service de cette dette augmenteraient en proportion du PIB tant que le taux de croissance de celui-ci serait inférieur au taux d'intérêt effectif à payer sur la dette nette. Si, par exemple, le PIB devait croître de 5 % (soit de 3 % en volume plus 2 % d'inflation), le ratio de la dette nette au PIB augmenterait dans la mesure où le taux d'intérêt effectif (ou le rapport entre les paiements nets aux non-résidents et le montant de la dette extérieure nette) serait supérieur à 5 %¹³. Une telle situation ne pourrait être maintenue, car elle impliquerait un endettement qui s'accroîtrait toujours par rapport au PIB. Pour éviter cette situation, un pays endetté doit dégager un excédent primaire suffisamment important pour compenser l'augmentation de ses obligations au regard du service de la dette. Plus le ratio de la dette extérieure nette au PIB est élevé, plus l'excédent nécessaire pour assurer le service de la dette est important.

À cet égard, les perspectives de réduction de la dette extérieure du Canada par rapport au PIB sont plutôt encourageantes pour plusieurs raisons. En premier lieu, l'amélioration remarquable de la compétitivité internationale du Canada au cours des deux dernières années devrait normalement se traduire par une augmentation de l'excédent de la balance commerciale canadienne à moyen terme. En deuxième lieu, les termes de l'échange du Canada (les prix de ses exportations par rapport à ceux de ses importations) évolueront probablement à l'avenir dans un sens favorable. Ils s'étaient détériorés après 1989 à cause du ralentissement de l'activité économique à l'échelle mondiale, qui avait déprimé les cours des produits de base. Le redressement de ces cours, à la faveur d'un raffermissement de l'économie mondiale, aura un effet positif sur les termes de l'échange du Canada. En plus d'avoir tiré parti du relèvement conjoncturel des prix des produits de base, les termes de l'échange du Canada continueront de bénéficier de la baisse continue des prix de l'informatique, étant donné l'importance que revêtent les importations canadiennes d'ordinateurs et d'équipement connexe. Une amélioration soutenue des termes de l'échange pourrait apporter une contribution appréciable à l'accroissement du solde primaire. En dernier lieu, il est concevable que les taux d'intérêt diminuent avec le temps au Canada, à

¹²Le déficit primaire de la balance courante du Canada s'élevait à 4 milliards de dollars en 1993.

¹³Le taux d'intérêt effectif s'élevait à 9,1 % en 1993.

The savings/investment framework may be used to put Canada's net external indebtedness in perspective. Persistent current account deficits that reflect a high propensity to invest in productive enterprises are fundamentally sustainable, while persistent borrowing to finance consumption expenditures is not. Canada has traditionally been a capital-importing country. Investment opportunities have tended to outpace domestic savings, and foreign capital has been put to productive use in developing Canada's natural resources and manufacturing sectors. Canada's external debt has in large part been contracted for investment purposes, albeit somewhat less so in the 1980s and 1990s than in the 1970s. With continuing fiscal consolidation of government budgets in Canada, a sustained improvement in Canada's external competitiveness, a likely improvement in Canada's terms of trade in the wake of a generalized economic recovery, and lower interest rates worldwide, the extent of Canada's external indebtedness in relation to its economy and, consequently, its debt-servicing burden should diminish.

mesure que les marchés continueront de s'adapter à une conjoncture de faible inflation, que la situation des finances publiques s'améliorera et que les primes relativement élevées exigées sur les titres canadiens par les investisseurs internationaux se réduiront.

* * *

Le cadre d'analyse axé sur le couple épargne-investissement peut servir à mettre en perspective l'endettement net du Canada envers l'étranger. Des déficits persistants de la balance courante sont fondamentalement soutenables lorsqu'ils traduisent une forte propension à investir dans des activités productives, contrairement à des emprunts persistants contractés pour financer des dépenses de consommation. Le Canada a toujours été un importateur de capitaux. Les possibilités d'investissement ayant généralement dépassé les capacités de l'épargne nationale, des capitaux étrangers ont été employés pour mettre en valeur les secteurs primaire et secondaire du Canada. La dette extérieure du pays a été contractée en grande partie à des fins d'investissement, encore que cela ait été un peu moins vrai au cours des années 80 et 90 que pendant la décennie 1970. Si les efforts d'assainissement financier entrepris par les administrations publiques au Canada et l'augmentation de la compétitivité internationale de l'économie canadienne se poursuivent, si les termes de l'échange du Canada s'améliorent grâce à une reprise généralisée de l'économie mondiale et si les taux d'intérêt fléchissent à l'échelle internationale, l'importance de l'endettement extérieur du Canada par rapport à son économie et, par voie de conséquence, ses engagements au titre du service de la dette devraient diminuer.