



Research Paper No. 5

Balance of Payments
Division

**Canada's Public Debt
Held by Non-Residents:
Historical Perspectives,
1926 to 1992**

by Lucie Laliberté, Christian Lajule
and Diane Thibault



Travail de recherche N° 5

Division de la balance
des paiements

**La dette publique du
Canada détenue par les
non-résidents :
perspectives historiques,
1926 à 1992**

par Lucie Laliberté, Christian Lajule
et Diane Thibault



Statistics
Canada

Statistique
Canada

Canada

Balance of Payments Division

Division de la balance des paiements

**Canada's Public Debt Held
by Non-Residents: Historical
Perspectives,
1926 to 1992**

by Lucie Laliberté, Christian Lajule
and Diane Thibault

**La dette publique du Canada
détenue par les non-résidents:
perspectives historiques,
1926 à 1992**

par Lucie Laliberté, Christian Lajule et
Diane Thibault

written in 1993

rédigé en 1993

Abstract

The purpose of this paper is to explore in greater detail the accounting relationship between the public debt and the foreign debt of the country as a whole. Public debt refers here to the debt of all three levels of government: federal, provincial and municipal. The parapublic sector, i.e. the enterprises controlled by the various governments, is in theory excluded but is nevertheless referred to because of the importance of foreign financing of a part of this sector.

The article shows that in recent years the sustained deficits of the various levels of government have entailed increasing public debt and that overall non-residents have markedly increased their investment in Canadian government securities, holding more than one quarter of these securities at the end of 1992.

More recent update of data quoted in this article can be found in the publication "Canada's International Investment Position" catalogue no. 67-202-XPB.

Sommaire

L'objet de ce document est d'explorer plus en détail la relation comptable entre la dette publique et la dette extérieure de l'ensemble du pays. On entend ici par dette publique celle des trois paliers de gouvernement, soit le fédéral, les provinces et les municipalités. Le secteur parapublic, c'est-à-dire les entreprises contrôlées par les divers gouvernements, y est exclu en principe mais on y fait quand même référence en raison de l'importance du financement étranger d'une partie de ce secteur.

Cet article montre que, au cours des dernières années, les déficits continus des divers paliers de gouvernement ont entraîné une augmentation de la dette publique et que, au total, les non-résidents ont augmenté de façon marquée leurs placements en titres gouvernementaux canadiens pour détenir plus du quart de ces titres à la fin de 1992.

Les mises à jour des données citées dans cet article se retrouvent dans la publication "Bilan des investissements internationaux du Canada" numéro 67-202-XPB au catalogue.

Telephone/Téléphone: (613) 951-9055, (613) 951-2062, (613) 951-1878

E-mail Address / Courrier électronique:

LALILUC@STATCAN.CA
LAJULEC@STATCAN.CA
THIBDIA@STATCAN.CA

Fax / Télécopieur: (613) 951-9031

Canada's Public Debt Held by Non-Residents: Historical Perspectives

by Lucie Laliberté, Christian Lajule and Diane Thibault¹

In recent years frequent allusions have been made about Canada's twin deficits in referring to the public sector deficit and the current account deficit. Indeed, to the extent that the public sector deficit is financed abroad, it involves interest payments abroad, which in turn increase Canada's deficit on current account. The accounting relationship between these two deficits lies, therefore, in the public sector debt.

Some observations and reservations are necessary when discussing the public debt. The discussion concerns the gross debt, and thus by definition presents an extremely incomplete image of the position of the governments. In the first place, it does not take account of the governments' assets. Disregarding assets is a significant limitation, since the debt is compensated by assets that facilitate or augment a country's productive potential. Secondly, this discussion similarly ignores the economic impact of the debt, such as externalities created by government expenditures that are not necessarily reflected in bookkeeping assets (for example, investments in human capital). Thirdly, this note does not attempt to explain the debt in terms of the economic conjuncture, although the debt tends to rise in a time of economic recession or restructuring. And, as a final point, the various levels of government are examined here independently of each other, disregarding the transfers of responsibility that have developed between them over the years.

This paper focuses on government securities. The first part deals with the proportion of securities held by non-residents according to the various levels of government. The second part shows the size of the public debt held by non-residents as a proportion of Canada's international debt, and points to a number of factors that may have encouraged investment in Canada.

Three major lines emerge from this study. On the one hand, borrower governments have much less influence than in past years in determining the origin of the financing, that is, whether it is domestic or international. This is a result of the very intensive integration of financial markets that has developed throughout the world over the last

La dette publique du Canada détenue par les non-résidents: perspectives historiques

par Lucie Laliberté, Christian Lajule et Diane Thibault¹

Au cours des dernières années, on a souvent fait allusion au jumelage des déficits du Canada en se référant au déficit du secteur public et à celui du compte courant. En effet, dans la mesure où le déficit du secteur public est financé de l'étranger, il entraîne des paiements d'intérêts à l'étranger, qui à leur tour expliquent une partie du déficit au compte courant du Canada. La relation comptable entre ces deux déficits se retrouve donc au niveau de la dette du secteur public.

En traitant du sujet de la dette publique, certaines observations et réserves s'imposent. La discussion de la dette publique porte ici sur la dette brute et, par définition, présente donc une image très incomplète de la position des gouvernements. Premièrement, on ne tient pas compte de l'actif des gouvernements. De faire ainsi abstraction de l'actif constitue une limitation d'importance car la dette est compensée par un actif qui facilite ou augmente le potentiel productif d'un pays. Deuxièmement, cette discussion ne tient pas compte non plus de l'impact économique de la dette telles les externalités créées par les dépenses des gouvernements qui ne se reflètent pas nécessairement dans un actif comptable (par exemple, les investissements dans le capital humain). Troisièmement, on ne tente pas d'expliquer la dette selon la conjuncture économique, bien que la dette tende à être à la hausse en temps de récession ou de restructuration de l'économie. Enfin, comme dernier point, les divers paliers de gouvernement sont ici étudiés indépendamment les uns des autres, en faisant abstraction des transferts de responsabilité qui se sont produits entre eux au fil des années.

La première partie porte sur les titres des gouvernements qui sont les seuls instruments de la dette que les non-résidents peuvent se procurer; on y voit la proportion des titres détenus par les non-résidents selon les divers niveaux de gouvernement. La deuxième partie montre l'importance de la dette publique détenue par les non-résidents dans la dette internationale du Canada; on y relève certains facteurs qui ont pu encourager les placements étrangers au Canada.

Trois grandes lignes se dégagent de cette étude. On constate d'une part que les gouvernements-emprunteurs n'ont plus de contrôle, contrairement aux années passées, sur l'origine du financement à savoir qu'elle soit intérieure ou internationale. Ceci fait suite à l'intégration très poussée des marchés financiers qui s'est manifestée dans le monde entier au cours des quinze dernières années. Ce

¹ Balance of Payments Division.

¹ Division de la Balance des paiements.

fifteen years. This development has particularly affected federal government securities which, although issued on the Canadian domestic market, were widely purchased by non-residents. A second point, likewise reflecting the integration of financial markets, is that the sources of foreign financing have become extremely diversified geographically, with a corresponding reduction in Canada's legendary dependency on the United States. Finally, the public debt held abroad, which had been declining since the 1950s as a proportion of Canada's total external debt, began growing again in the early 1980s, accounting for a record 31% of Canada's total gross international debt by the end of 1992.

Composition of the public debt and participation of non-residents

More than three quarters of the debt of the three levels of government is composed of securities issued on the financial markets. At the end of 1992 the latter included \$428 billion in bonds (including savings bonds) and \$180 billion in short-term securities. Non-residents held 31% of the bonds (\$134 billion) and 15% of the short-term securities (\$26 billion) issued by governments. In just over 10 years the non-residents' share almost doubled for bonds (from 17% at the end of 1981) and tripled for short-term securities (from 5% in 1981). Expressed in terms of total government securities, the proportion held by non-residents increased from 15% at the end of 1981 to 26% at the end of 1992.

Federal debt

The ratio of securities to the total federal government debt bottomed out at 59% in March 1974, and rose to 74% of the total debt by the end of March 1992. Long-term securities (negotiable bonds) have been declining in relative importance to short-term paper since the 1950s, and particularly since the mid-1970s. By March 1992 short-term securities (especially treasury bills) represented close to one third of the federal government debt, and long-term securities more than 40% (42.2%) (Diagram 1). The remainder of the debt is made up of the federal employees' pension plan (17%) and certain other commitments (9%).

développement a surtout touché les titres du fédéral, qui bien qu'émis sur le marché intérieur canadien, ont été achetés à grande échelle par les non-résidents. Un deuxième point reflétant aussi l'intégration des marchés financiers est que les sources de financement étranger se sont fortement diversifiées dans l'espace, réduisant d'autant la dépendance légendaire envers les États-Unis. Enfin, un dernier point est que la dette publique détenue à l'étranger, qui avait diminué relativement à l'ensemble de la dette extérieure du Canada à partir des années 1950, a repris de l'importance au début des années 1980, rendant compte d'un niveau record de 31 p. 100 du total de la dette brute internationale du Canada à la fin de 1992.

Composition de la dette publique et participation des non-résidents

Plus des trois quarts de la dette des trois paliers de gouvernement sont composés de titres émis sur les marchés financiers. À la fin de 1992, ces derniers comprenaient 428 milliards de dollars d'obligations (incluant les obligations d'épargne) et 180 milliards de titres à court terme. Les non-résidents détenaient 31 p. 100 des obligations (soit 134 milliards) et 15 p. 100 des effets à court terme (soit 26 milliards) émis par les gouvernements. En l'espace d'un peu plus de 10 ans, la part des non-résidents a presque doublé au niveau des obligations (17 p. 100 à la fin de 1981) et triplé pour les effets à court terme (5 p. 100 en 1981). Exprimée en termes du total des titres des gouvernements, la part des non-résidents est donc passée de 15 p. 100 à la fin de 1981 à 26 p. 100 à la fin de 1992.

Dette fédérale

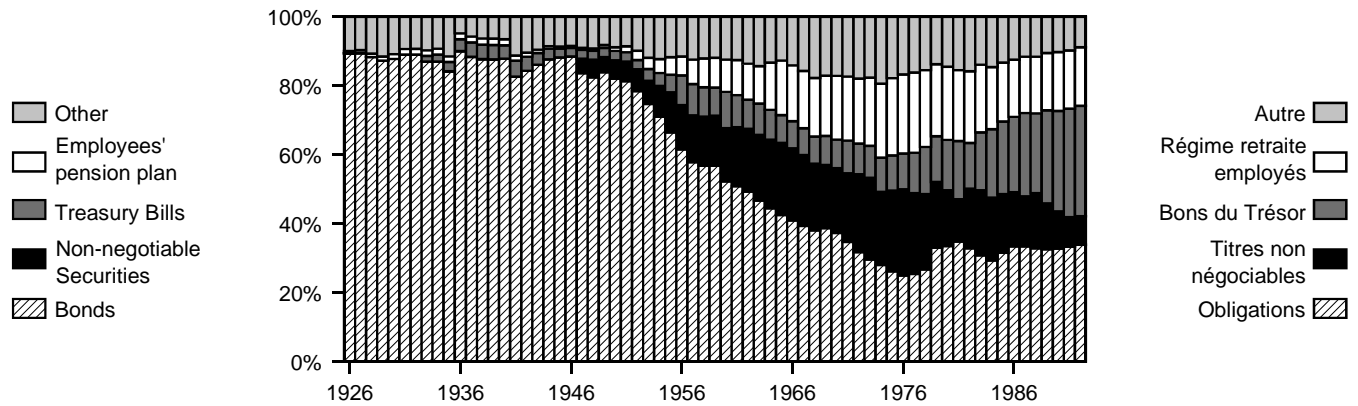
Le ratio des titres au total de la dette du fédéral est tombé à un creux de 59 p. 100 en mars 1974 pour remonter à 74 p. 100 du total de la dette à la fin de mars 1992. Les titres à long terme (obligations négociables) ont perdu de leur importance au profit de ceux à plus court terme à partir des années 1950, le mouvement s'accroissant dans le milieu des années 1970. En mars 1992, les titres à court terme (surtout les bons du trésor) représentaient près du tiers de la dette du fédéral et ceux à long-terme plus de 40 p. 100 (42,2 p.100) (Graphique 1). Le reste de la dette s'explique par le compte de régime de retraite des employés fédéraux (17 p. 100) et certains autres engagements (9 p. 100).

Diagram 1

Composition of the federal government debt, years ending in March, 1926 to 1992

Graphique 1

Composition de la dette du gouvernement fédéral, années se terminant en mars, 1926 à 1992



Non-residents have access only to negotiable securities, i.e. negotiable bonds (thus excluding savings bonds), and short-term paper.

Les non-résidents ont accès seulement aux titres négociables, soit les obligations négociables (excluant donc les obligations d'épargne), et les effets à court terme.

In 1930 foreign holdings of federal government securities reached a peak of 29% and declined gradually to a low of 2% in 1971. Such holdings then rose again to reach 23% by the end of 1992 (Diagram 2). The increase of foreign investment in federal government securities weakened somewhat the presumption that the federal debt was held by Canadian residents and thus represented only a deferred tax. It is true that the federal government has generally issued its securities on Canadian markets, with the exception

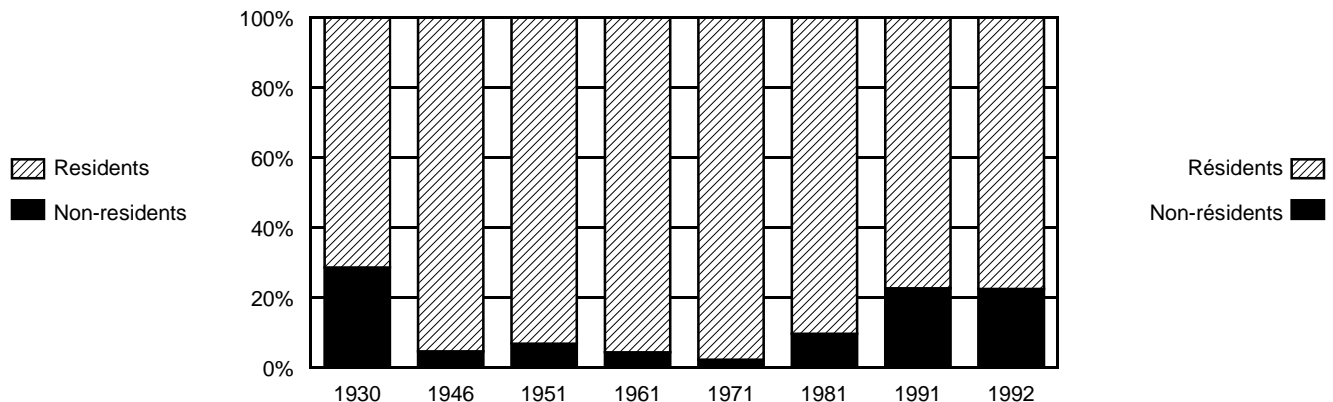
Les non-résidents détenaient en 1930 un sommet de 29 p. 100 des titres du fédéral, proportion qui est descendue progressivement par la suite pour tomber à un creux de 2 p. 100 en 1971. Cette part est ensuite remontée pour atteindre 23 p.100 à la fin de 1992 (Graphique 2). L'accroissement des placements étrangers en titres du gouvernement fédéral a dissipé quelque peu cette présomption à l'effet que la dette fédérale était détenue par les résidents canadiens et ne représentait donc qu'un impôt différé. Il est vrai que le gouvernement fédéral a généralement émis ses titres sur les marchés canadiens,

Diagram 2

Federal government securities, residents and non-residents holders, year ends, 1930 to 1992

Graphique 2

Titres du gouvernement fédéral, détenteurs résidents et non-résidents, fins d'année, 1930 à 1992



of some incursions into foreign markets to react to pressures on the currency. However, new developments occurred in the early 1980s, when non-residents began to purchase, on a large scale, federal government securities directly on the Canadian financial market. Indeed, of the total \$90 billion held by non-residents at the end of 1992, only some 6% had been directly issued on foreign markets, non-residents having procured the remainder on the Canadian markets (Diagram 3). Foreign holdings are distributed as follows: \$63 billion in bonds, \$22 billion in treasury bonds and bills, and \$5 billion in miscellaneous claims, including special drawing rights and the accrued interest on the debt.

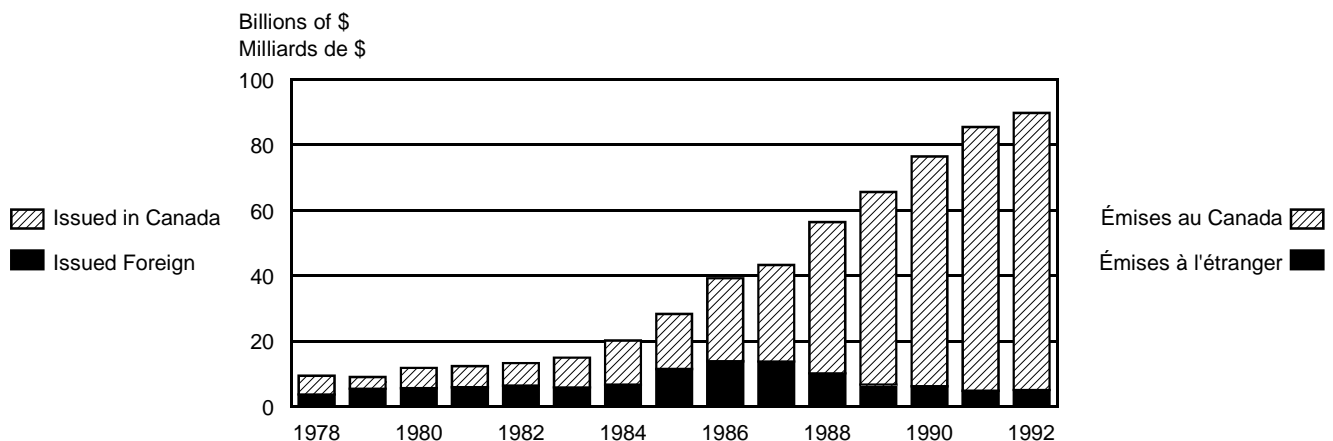
sauf certaines incursions sur les marchés étrangers pour réagir aux pressions sur la devise. Cependant, un phénomène nouveau s'est produit au début des années 1980 au moment où les non-résidents se sont mis à acheter sur une grande échelle les titres du gouvernement fédéral directement sur les marchés financiers canadiens. En effet, du total de 90 milliards de dollars détenus par les non-résidents à la fin de 1992, seuls quelque 6 p. 100 avaient été directement émis sur les marchés étrangers, les non-résidents s'étant procurés le reste sur les marchés canadiens (Graphique 3). Les avoirs étrangers se distribuent comme suit: 63 milliards d'obligations, 22 milliards de bons du Trésor et bills et 5 milliards de créances diverses, ces dernières comprenant les droits de tirage spéciaux et l'intérêt couru sur la dette.

Diagram 3

Non-residents' holdings in claims of the federal government, year ends, 1978 to 1992

Graphique 3

Avoirs des non-résidents en créances du gouvernement fédéral, fins d'années 1978 à 1992



Provincial debt

The provincial debt is for the most part composed of bonds, a significant share of which is held by non-residents. Indeed, non-residents have increased their participation from a low point of 23% in December 1971 to 36% of all securities in December 1992 (Diagram 4). It should be noted, however, that in contrast to the federal situation, most provincial securities held by non-residents were issued on foreign markets.

Municipal debt

Like the provinces' debt, this debt is largely composed of bonds. In contrast to other levels of government, however, the share held by non-residents has significantly decreased in recent years, from about one quarter of all issues in 1961 to 11% at the end of 1992.

Dette provinciale

La dette provinciale est en grande majorité constituée d'obligations dont une partie significative est détenue par les non-résidents. En effet, d'un creux de 23 p. 100 en décembre 1971, les non-résidents ont augmenté leur participation à 36 p. 100 du total des titres en décembre 1992 (Graphique 4). Il faut noter cependant que, contrairement au fédéral, la plupart des titres provinciaux détenus par les non-résidents ont été émis sur les marchés étrangers.

Dette municipale

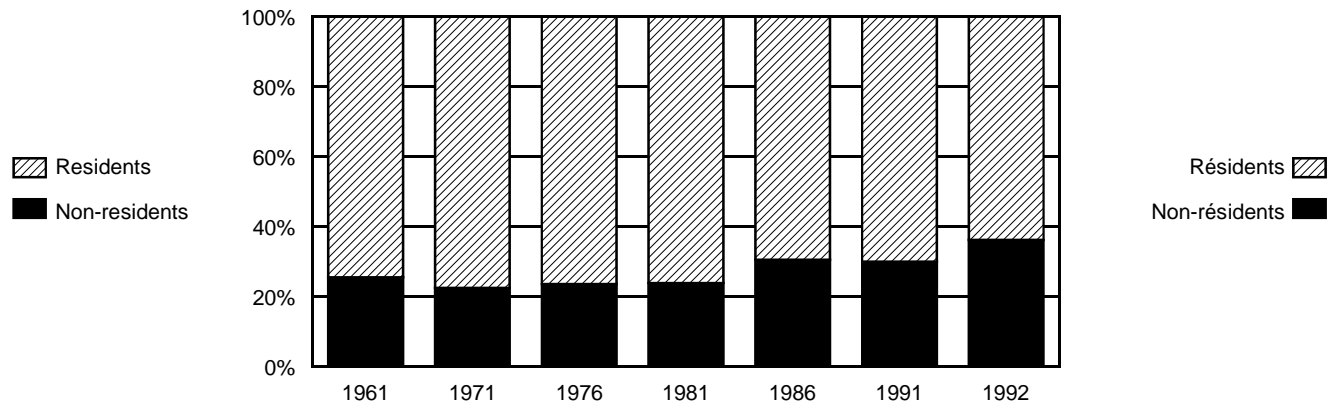
Tout comme la dette des provinces, cette dette est largement constituée d'obligations. Contrairement aux autres leviers de gouvernement, cependant, la part des non-résidents a diminué de façon significative au cours des dernières années, passant d'environ un quart du total des émissions en 1961 à 11 p. 100 à la fin de 1992.

Diagram 4

Graphique 4

Provincial government securities, residents and non-residents holders, year ends, 1961 to 1992

Titres des gov. provinciaux, détenteurs résidents et non-résidents, fins d'année, 1961 à 1992



Government enterprises

Entreprises gouvernementales

A fair part of the debt of government enterprises is financed by the provinces, and this financing should be excluded if we are not to count this debt twice. Apart from the debt held by the provinces, non-residents held at the end of 1961 13% of all negotiable securities issued by government enterprises; this proportion rose to 56% at the end of 1986 and was situated at 50% at the end of 1992 (Diagram 5). The major electricity firms of course accounted for the largest share of the \$89 billion in outstanding bond securities at the end of 1992.

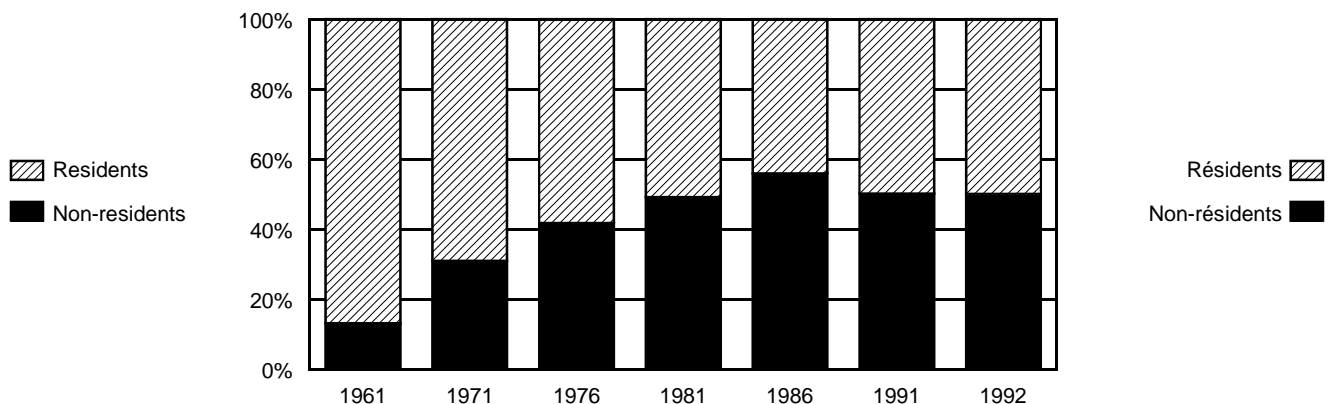
Une bonne partie de la dette des entreprises gouvernementales est financée par les provinces, financement qui doit être exclu si l'on ne veut pas compter deux fois une partie de la dette. Hormis la dette détenue par les provinces, les non-résidents détenaient à la fin de 1961 13 p. 100 du total des titres négociables des entreprises gouvernementales, ratio qui est monté à 56 p. 100 à la fin de 1986 et qui se situe à 50 p. 100 à la fin de 1992 (Graphique 5). Les grandes entreprises d'électricité expliquent bien sûr la plus grosse partie des 89 milliards de titres obligataires en circulation à la fin de 1992.

Diagram 5

Graphique 5

Government enterprise securities¹, residents and non-residents holders, year ends, 1961 to 1992

Titres des entrep. gouvernement.¹, détenteurs résidents et non-résidents, fins d'année, 1961 à 1992



¹ Excluding securities held by provinces

¹ Excluant les titres détenus par les provinces

The public debt in terms of Canada's total international debt

At the end of 1992 non-residents held \$160 billion in federal, provincial and municipal government securities, including \$134 billion in bonds and the remainder in short-term paper. Including the \$10 billion held by non-residents in other forms, the international debt of the public sector amounted to \$170 billion. This represented 31% of Canada's total international debt at the end of 1992, a record level (Diagram 6). The percentage of public debt held by non-residents was slightly less than 25% prior to the 1940s, subsequently declining to a low of 12% at the end of 1957 under the impact of strong inputs of capital in the form of foreign direct investment in Canada. It then rose again, drawn by substantial purchases of government bonds by non-residents beginning in the 1980s.

La dette publique en termes du total de la dette internationale du Canada

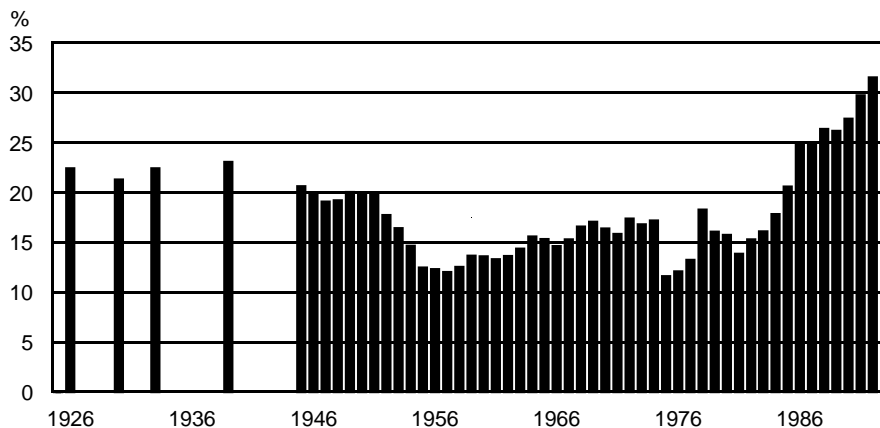
À la fin de 1992, les non-résidents détenaient pour 160 milliards de titres des gouvernements fédéral, provinciaux et municipaux dont 134 milliards en obligations et le reste en effets à court terme. En tenant compte des 10 milliards détenus par les non-résidents sous d'autres formes, la dette internationale du secteur public s'élevait à 170 milliards. Ceci représente 31 p. 100 du total de la dette internationale du Canada à la fin de 1992, un niveau record (Graphique 6). Ce pourcentage de dette publique détenue par les non-résidents était d'un peu moins de 25 p. 100 avant les années 1940 et a diminué par la suite jusqu'à un creux de 12 p. 100 à la fin de 1957, érodé par de fortes entrées de capital au titre de l'investissement direct étranger au Canada. Il s'est ensuite relevé, entraîné par des achats substantiels par les non-résidents d'obligations gouvernementales à partir des années 1980.

Diagram 6

International debt of the public sector in % of the total international debt, year ends 1926 to 1992

Graphique 6

Dette internationale du secteur public en % du total de la dette internationale, fins d'année 1926-1992



Foreign holders of the debt

Government securities are purchased by non-residents on anonymous financial markets. These securities, when issued directly on the Euro-market, are generally bearer securities and are therefore not registered in the holder's name. Thus, a Canadian bond issued in London may very well end up in the hands of an investor in Kuwait. Similarly, it is virtually impossible to determine the foreign holders of Canadian securities issued on the domestic market because of the relatively extensive use of trusts or other registrars. All of

Détenteurs étrangers de la dette

Les titres des gouvernements sont achetés par les non-résidents sur des marchés financiers anonymes. Ces titres, lorsqu'émis directement sur l'euro-marché, sont en général des titres au porteur et ne sont donc pas enregistrés au nom du détenteur. Ainsi, une obligation canadienne émise à Londres peut très bien se retrouver dans les mains d'un investisseur du Koweït. De la même façon, il est à peu près impossible de déterminer les détenteurs étrangers de titres canadiens émis sur le marché intérieur en raison de l'utilisation plus poussée de fiducies ou autres nominataires. Tout ceci revient à dire

which amounts to saying that the foreign holders of Canadian government securities cannot be identified from Canadian sources.

qu'on ne peut identifier les détenteurs étrangers des titres des gouvernements canadiens à partir de sources canadiennes.

However, a statistician can produce a fairly general breakdown of the Canadian debt on the basis of information on places of issue and other sources (Diagram 7). For example, in the 1930s and 1940s, the Canadian public debt was primarily held by English and American investors, the latter becoming preponderant in the 1950s and remaining so until the mid 1970s. This dependence on US financing was subsequently eroded as a result of a quite extensive diversification of foreign holders. Thus, by the end of 1992 the United States held only 39% of the Canadian public debt, followed by Japan with 15%, the remaining 46% being held by all other countries. This very strong trend toward diversification, which began with the creation of the Euro-market in the 1960s, was greatly accelerated with the improved means of communication and the general deregulation of domestic financial market in the 1980s. The more extensive integration of the financial markets is only one facet of the globalisation that has swept most national economies in the course of recent years.

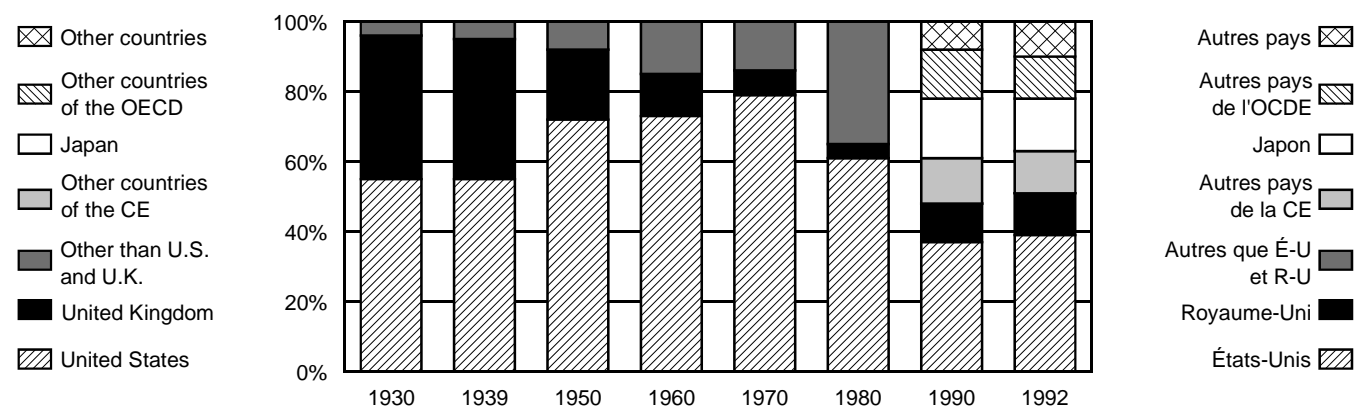
Cependant, à partir de renseignements sur les lieux d'émission et autres sources, le statisticien est en mesure de mener une répartition assez générale de la dette canadienne (Graphique 7). Ainsi, dans les années 1930 et 1940, la dette publique canadienne était surtout détenue par les investisseurs anglais et américains, ces derniers devenant prépondérants dans les années 1950 jusque vers le milieu des années 1970. La dépendance envers le financement américain s'est ensuite érodée suite à une diversification très poussée des détenteurs étrangers. Ainsi, à la fin de 1992, les États-Unis ne détenaient plus que 39 p. 100 de la dette publique canadienne, suivis du Japon avec 15 p. 100 et 46 p. 100 pour l'ensemble des autres pays. Ce très fort mouvement de diversification, qui a été amorcé par la création de l'euro-marché dans les années 1960, s'est grandement accéléré avec les meilleurs moyens de communication et la déréglementation générale des marchés financiers intérieurs dans les années 1980. L'intégration plus poussée des marchés financiers ne représente qu'une facette de la mondialisation qui a balayé la plupart des économies nationales au cours des dernières années.

Diagram 7

Geographical distribution of the Canadian debt, year ends 1930 to 1992

Graphique 7

Distribution géographique de la dette canadienne, fins d'année, 1930 à 1992



As noted earlier, it is impossible to identify the ultimate holders of Canadian securities on the basis of Canadian sources. However, the Canadian embassy in Japan, through its annual survey of Japanese investors concerning their Canadian holdings, has to some degree enabled us to lift the veil on the identity of the foreign investor. This is not an insignificant matter, since the Japanese held 12% of Canada's total international debt at the end of 1992. The ultimate international portfolio holders is no longer the Belgian dentist, as myth would have it, but the major insurance companies and pension plans. It is reported, in fact, that Canadian securities rank second in importance, just after US securities, in foreign securities holdings in Japan. These corporations, as recently as 1980, had the bulk of their assets invested in Japan. Following the deregulation of Japanese financial markets in the 1980s these corporations diversified their portfolios internationally, and a significant portion was invested in Canada. More than one half of the Japanese holders of Canadian securities are life insurance companies (Diagram 8).

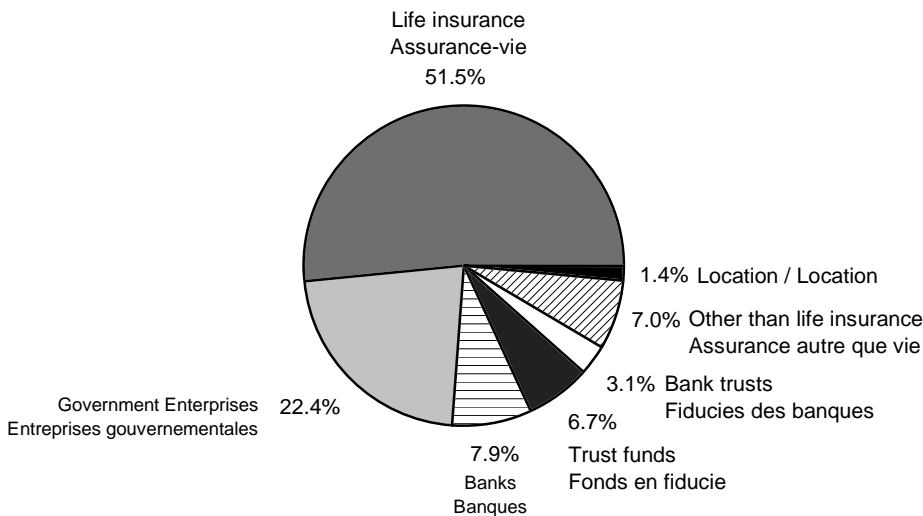
Tel que noté auparavant, il est impossible d'identifier les détenteurs ultimes des titres canadiens à partir de sources canadiennes. Cependant, l'ambassade canadienne au Japon, grâce à son enquête annuelle auprès d'investisseurs japonais sur leurs avoirs canadiens, nous a permis de lever quelque peu le voile sur l'identité de l'investisseur étranger. Ceci ne constitue pas une mince affaire, les Japonais détenant 12 p. 100 de la dette internationale totale du Canada à la fin de 1992. Le mythe du dentiste belge, détenteur ultime du portefeuille international, fait maintenant place aux grandes sociétés d'assurance et de régimes de retraite. On rapporte en fait que les titres canadiens sont deuxième en ordre d'importance, juste après les titres américains, dans le portefeuille de titres étrangers du Japon. Ces sociétés, aussi récemment qu'en 1980, avaient le gros de leur actif investi au Japon. Suite à la déréglementation des marchés financiers japonais dans les années 1980, ces sociétés ont diversifié leur portefeuille internationalement, dont une portion significative a été placée au Canada. Les détenteurs japonais de titres canadiens sont pour plus de la moitié des sociétés d'assurance-vie (Graphique 8).

Diagram 8

Japanese portfolio investment in Canada, as of March 1992

Graphique 8

Investissement de portefeuille japonais au Canada, en date de mars 1992



Source: Japanese Investment in Canada.

Source : Enquête de 1992 de l'ambassade canadienne, Tokyo, Japon.

No one should be surprised at this situation. A similar trend is occurring in Canada with pension plans. These plans, which possess the second largest source of capital in Canada after the banks, are also turning actively toward the foreign financial markets. In fact, at the end of September 1992,

Il ne faut pas se surprendre de cet état de faits. On retrouve un mouvement similaire au Canada avec les régimes de retraite. Ceux-ci, qui possèdent la deuxième plus grande source de capital au Canada après les banques, se tournent aussi activement vers les marchés financiers étrangers. En fait, à la fin de septembre 1992,

foreign investments by registered pension plans amounted to almost \$20 billion, or 9% of their total assets. A resurgence of such investments can be anticipated with the new 1991 legislation which raised the limit on foreign holdings to 20% of total assets in 1994.⁴

Factors encouraging foreign investments in Canada

The bulk of foreign investment in the public debt has been directed to Canadian bonds. Without attempting in any way an exhaustive and detailed study of the causes of these investments, we can nevertheless point to two important factors, namely relative interest rates and fluctuations in the Canadian dollar (Diagrams 9a, 9b and 9c). During the period from 1952 to 1992, Canadian interest rates fluctuated in parallel with US rates although Canadian rates were generally higher than those of our neighbour to the south, thereby generating a differential that favoured investment in Canada. Between 1952 and 1971, a period in which most currencies had a fixed exchange rate, the Canadian dollar⁵ remained fairly stable vis-à-vis foreign currencies. Beginning in late 1971 it strengthened somewhat against the US dollar; in 1977 it began to depreciate, falling to a low point in 1986 before rising again until 1991, when it began depreciating. In the period as a whole, the

les placements étrangers des régimes enregistrés de retraite s'élevaient à presque 20 milliards de dollars, soit 9 p. 100 de leur actif total. Il faut s'attendre à une recrudescence de ces placements avec la nouvelle loi de 1991 qui a augmenté la limite de placements étrangers jusqu'à 20 p. 100 de l'actif total en 1994.⁴

Facteurs encourageant les placements étrangers au Canada

Le gros des placements étrangers dans la dette publique s'est dirigé vers les obligations canadiennes. Loin de tenter de mener une étude exhaustive et détaillée des causes de ces placements, on peut néanmoins relever deux facteurs importants, soit les taux d'intérêts relatifs et les fluctuations du dollar canadien (Graphiques 9a, 9b et 9c). Au cours de la période 1952 à 1992, les taux d'intérêts canadiens ont fluctué en parallèle avec ceux des États-Unis, les taux canadiens étant cependant généralement supérieurs à ceux de notre voisin du Sud, dégageant ainsi un différentiel en faveur de l'investissement au Canada. Entre 1952 à 1971, période où la plupart des devises avaient un taux de change fixe, le dollar canadien⁵ est demeuré assez stable vis-à-vis les devises étrangères. À partir de la fin de 1971, il s'est renforcé quelque peu contre la devise américaine; en 1977, il a commencé à se déprécier pour tomber à un creux en 1986 avant de remonter jusqu'en 1991. Il s'est par la suite déprécié. Pour l'ensemble de la période, le dollar canadien s'est effectivement déprécié contre la devise américaine. Il s'est

Diagram 9a

Foreign investment in Canada, net flows in Canadian bonds, 1970 to 1992

Graphique 9a

Investissement étranger au Canada, flux nets en obligations canadiennes, 1970 à 1992

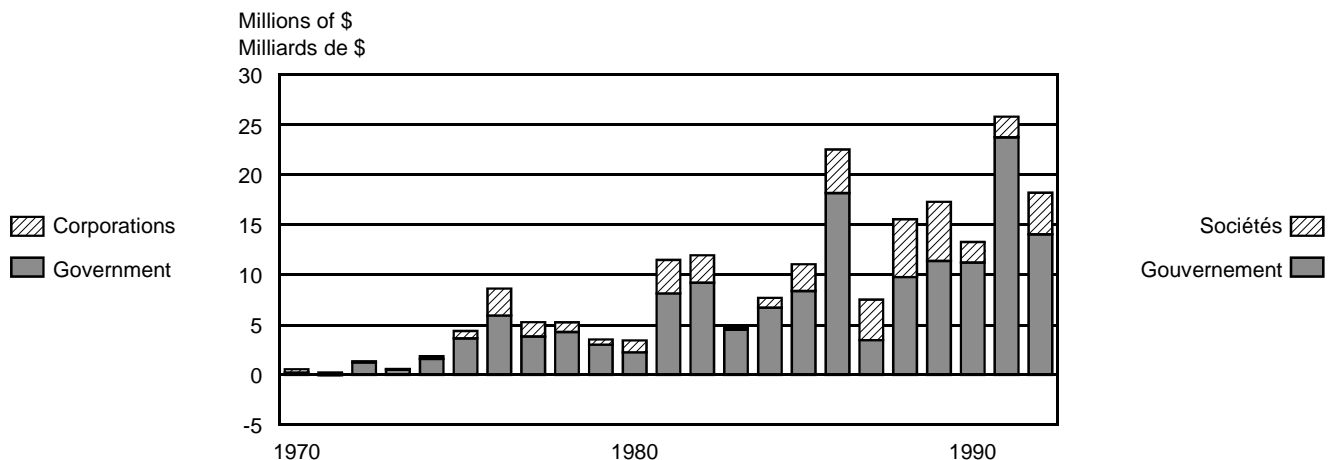
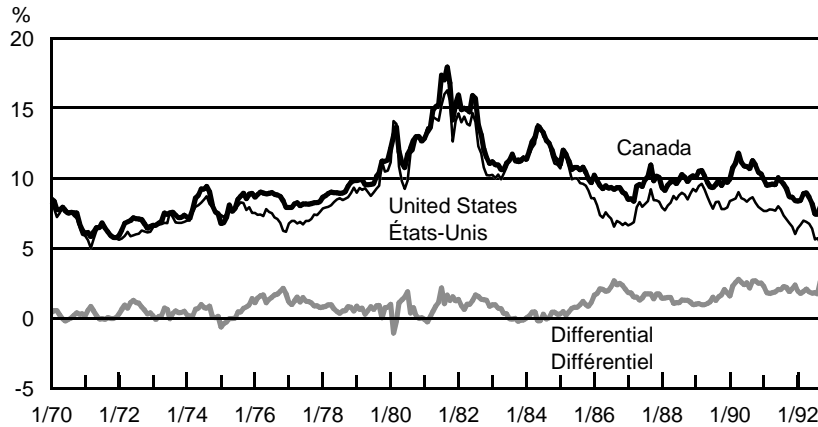


Diagram 9b

Graphique 9b

Foreign investment in Canada, CAN. and U.S. interest rates, Jan. 1970-Dec. 1992

Investissement étranger au Canada, taux d'intérêts can. et amér., jan. 1970-déc. 1992



Canadian dollar has effectively depreciated against the US dollar. It has also depreciated against the other currencies since 1971, but in a more sustained and pronounced way than it has against the US dollar. At the end of 1992, the Canadian dollar was worth only a little more than 35% and 28%, respectively, of what it was worth in June 1970 in relation to the German mark and the Japanese yen. In other words, the foreign currencies had appreciated against the Canadian dollar, and this offered an additional attraction for foreign investors to invest their funds in Canada. However, to the degree that these funds were denominated in Canadian currencies and the

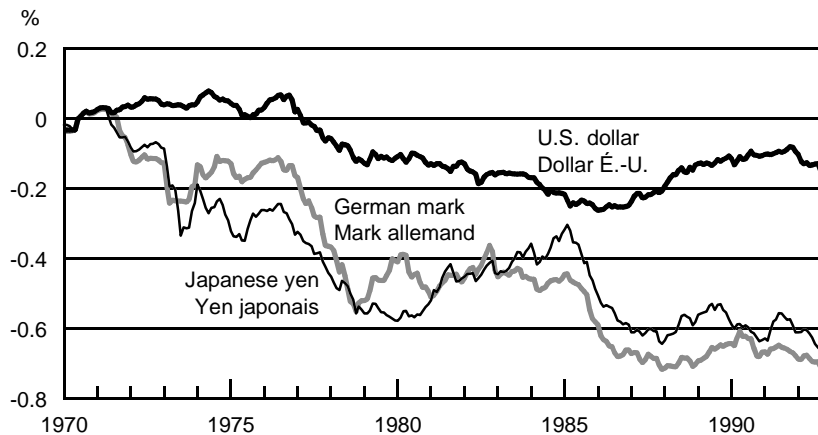
aussi déprécié contre les autres devises à partir de 1971, mais de façon plus continue et marquée qu'envers le dollar américain. À la fin de 1992, le dollar canadien ne valait qu'un peu plus que 35 p. 100 et 28 p. 100 de la valeur qu'il avait en juin 1970 contre le mark allemand et le yen japonais, respectivement. En d'autres mots, les devises étrangères se sont appréciées vis-à-vis le dollar canadien, ce qui offrait un attrait additionnel pour les investisseurs étrangers de placer leurs fonds au Canada. Cependant, dans la mesure où ces fonds étaient libellés en devises canadiennes et que le dollar canadien continuait de se déprécier, l'investisseur étranger subissait des pertes de capital. Ainsi, les investisseurs japonais qui ont acheté des obligations du fédéral en dollars canadiens dans les

Diagram 9c

Graphique 9c

Foreign investment in Canada

Investissement étranger au Canada



Variation of the CAN dollar according to the US dollar, the German mark and the Japanese yen.

Variation du dollar can. en fonction du dollar É.-U., du mark allemand et du yen japonais.

Canadian dollar continued to depreciate, foreign investors suffered capital losses. Thus, Japanese investors who purchased federal government bonds in Canadian dollars in the 1980s suffered capital losses following the depreciation of the Canadian dollar against the Japanese yen. Insofar, however, as the bonds were denominated in currencies, it was the Canadian borrower who assumed the exchange losses. At the end of 1978 (the first year for which the information is available), bonds denominated in currencies (loss assumed by the Canadian borrower) accounted for 84% of bonds held abroad, a situation that was somewhat altered from the 1980s on when foreign investors purchased bonds in Canadian dollars (at the end of 1992, 57% of these bonds were in currencies). These risks of currency fluctuations are now generally fixed by currency futures transactions. It is hard to assess the cause of international capital movements. The fact remains, however, that Canada has continued over the years to offer conditions that appeared advantageous to foreign investors. This trend has accelerated over the last 15 years, a period in which the opening of other national markets has accentuated international competition over the demand for capital.

Conclusion

In recent years the sustained deficits of the various levels of government have entailed increasing public debt. The bulk of the public debt is comprised of securities issued on the financial markets. Overall, in recent years, non-residents have markedly increased their investments in Canadian government securities, holding more than one quarter of these securities at the end of 1992. In terms of levels of government, non-residents held 23% of federal government securities, 36% of the provinces' and 11% of the municipalities'.

Notwithstanding the concerns aroused by the increase in the public debt, the increased role of non-residents in the financing of this debt raises some questions. On the one hand, there is concern about the capacity to continue financing such a debt and the pressures it exerts on the current account deficit through payments of interest abroad. One way to gauge this impact is to measure interest payments in terms of exports of goods and services. Interest payments amounted to 18% of exports of goods and services in 1992. In other words, Canada was exporting goods and services worth just over five times the interest it was paying abroad.

années 1980 ont subi des pertes de capital suite à la dépréciation du dollar canadien contre le yen japonais. Dans la mesure cependant où les obligations étaient libellées en devises, c'est l'emprunteur canadien qui assumait les pertes de change. À la fin de 1978 (première année pour laquelle l'information est disponible), les obligations libellées en devises (perte assumée par l'emprunteur canadien) comptaient pour 84 p. 100 des obligations détenues à l'étranger, situation qui s'est quelque peu modifiée à partir des années 1980 lorsque les investisseurs étrangers ont acheté des obligations en dollars canadiens (à la fin de 1992, 57 p. 100 de ces obligations sont en devises). Ces risques de fluctuations de devises sont de nos jours généralement fixés par des opérations de contrat à terme en devises. Il est difficile d'évaluer les causes des mouvements internationaux de capitaux. Le fait demeure, cependant, que le Canada a continué au fil des années d'offrir des conditions qui semblaient avantageuses aux investisseurs étrangers. Ce mouvement s'est accéléré au cours des quinze dernières années, période où l'ouverture des autres marchés nationaux accentuait la concurrence internationale sur la demande de capital.

Conclusion

Au cours des dernières années, les déficits continus des divers paliers de gouvernement ont entraîné une augmentation de la dette publique. Le gros de la dette publique comprend des titres émis sur les marchés financiers. Au total, au cours des dernières années, les non-résidents ont augmenté de façon marquée leurs placements en titres gouvernementaux canadiens pour détenir plus du quart de ces titres à la fin de 1992. En termes de paliers de gouvernement, les non-résidents détenaient 23 p. 100 des titres du fédéral, 36 p. 100 de ceux des provinces et 11 p. 100% de ceux des municipalités.

Nonobstant les inquiétudes créées par l'accroissement de la dette publique, le rôle accru des non-résidents dans le financement de cette dette soulève des questions. D'une part, on s'inquiète de la capacité de continuer à financer une telle dette et des pressions qu'elle exerce sur le déficit du compte courant par le biais des paiements d'intérêts à l'étranger. Une façon de juger de cet impact consiste à mesurer les paiements d'intérêts en termes d'exportations de biens et services. Les paiements d'intérêts représentent 18 p. 100 des exportations de biens et services en 1992. En d'autres mots, le Canada exporte en valeurs plus de cinq fois plus de biens et services qu'il ne paie d'intérêts à l'étranger.

Another cause for concern derives from the fact that the federal government debt is increasingly held by non-residents. With the integration of financial markets on a world scale, there is very little control over the movement of capital, whether of domestic or foreign origin. Capital responds to international market forces, and the international market is one of the most efficient in the world. In a period of worldwide deregulation, in which domestic financial markets have become even more open to foreign capital, high amounts of international capital have been attracted by the conditions offered by the Canadian financial market. Indeed, as a result of the entry of such capital, Canada's dependence on the United States as a source of financing has substantially diminished. It is appropriate to ask ourselves at this point what would have happened without foreign financing. There would have been a reduction in the supply of capital, probably without any downward effect on governments' demand for funds and, all things being equal, interest rates would have been pressured upward.

In more general terms, the integration of financial markets has brought greater financial efficiency and the benefit of a diversified investment portfolio. Throughout its history Canada has used foreign savings to finance its demand. Until the mid-1970s, these savings were above all funneled into Canada in the form of direct investment, leading to concerns about the loss of control of the economy. Since the early 1980s, foreign investments are portfolio investments, the foreign investor being more passive than the foreign direct investor. Such large capital inputs have been accompanied not only by higher deficits on current account but also by a growth in Canadian assets abroad.

Canada is endowed with a sophisticated and well diversified financial market that offers many means of funneling capital. This has not only facilitated investments within the country but has enabled Canadian residents to profit from opportunities to invest outside the country. This greater opening of Canadian financial markets simply illustrates one aspect of the more comprehensive phenomenon known as globalisation. The term globalisation refers to the transborder dispersion of products, factors of production, firms and markets. In terms of products, it means the production of various components in more than one country. Often, at the level of the individual firm, it results in the global organization of such activities as research

Une autre cause d'inquiétude provient du fait que la dette du fédéral est de plus en plus détenue par les non-résidents. Avec l'intégration des marchés financiers à l'échelle mondiale, il y a très peu de contrôle sur le mouvement de capital qu'il soit de source intérieure ou encore de source étrangère. Le capital répond aux forces du marché international qui est un des marchés les plus efficaces au monde. Dans une période de dérèglementation mondiale où les marchés financiers intérieurs se sont encore plus ouverts au capital étranger, des montants élevés de capitaux internationaux ont été attirés par les conditions offertes sur le marché financier canadien. En fait, suite à l'entrée de ces capitaux, la dépendance du Canada envers les États-Unis comme source de financement a fortement diminué. Il est bon de se demander à ce stade-ci ce qui se serait produit en l'absence de financement étranger. Il y aurait eu réduction de l'offre de capital qui n'aurait probablement pas eu d'incidence à la baisse sur la demande de fonds des gouvernements et, toutes choses étant égales, les taux d'intérêt auraient subi des pressions à la hausse.

Dans des termes plus généraux, l'intégration des marchés financiers a apporté une efficacité financière plus poussée et le bénéfice d'un portefeuille diversifié. Au cours de son histoire, le Canada s'est servi de l'épargne étrangère pour financer sa demande. Jusqu'au milieu des années 1970, cette épargne était surtout canalisée sous forme d'investissement direct au Canada, ce qui a déclenché des inquiétudes face à la perte de contrôle de l'économie. Depuis le début des années 1980, les placements étrangers en sont de portefeuille, l'investisseur étranger étant plus passif que l'investisseur direct étranger. De telles entrées importantes de capitaux ont été accompagnées non seulement de déficits plus importants du compte courant mais aussi d'une croissance des avoirs canadiens à l'étranger.

Le Canada est doté d'un marché financier sophistiqué et bien diversifié qui offre plusieurs moyens de canaliser le capital. Ceci a facilité non seulement les investissements à l'intérieur du pays mais a aussi permis aux résidents canadiens de profiter des occasions de placements à l'extérieur du pays. Cette plus grande ouverture des marchés financiers canadiens n'illustre qu'un aspect du phénomène plus global qu'est la mondialisation. La mondialisation réfère à la dispersion transfrontalière des produits, des facteurs de production, des firmes et des marchés. En terme de produits, cela signifie la production des diverses composantes dans plus d'un pays. Souvent, il s'ensuit au niveau de la firme une organisation globale des activités telles la recherche et le développement, l'approvisionnement, la production et la commercialisation

and development, procurement, production and marketing, which are distributed internationally. This results as well in the establishment of networks between firms that are not necessarily part of the same undertaking (joint ventures and strategic alliances, for example). In other words, globalisation affects not only the public sector debt but also a good part of the industrial structure of the Canadian economy.

NOTES:

- 1 Balance of Payments Division, Statistics Canada.
- 2 The other elements of the debt encompass accounts payable, accumulated interest payments and a portion of debt past due, outstanding cheques, provisions for federal employee benefits, tax collection agreements with the provinces and various other liabilities of lesser importance.
- 3 The data on the debt are compiled on a fiscal year basis and are taken from the Compendium of Public Sector Statistics, Public Institutions Division. The data on government securities, which are compiled on a calendar year basis, are taken from National Balance Sheet Accounts, National Accounts and Environment Division. The calendar year data provide more details on the holders and are consistent with those of the publication Canada's International Investment Position, Catalogue No. 67-202.
- 4 Jean-Pierre Corbeil and Thomas Dufour, Foreign Investments of trustee pension funds, Canadian Economic Observer, May 1993.
- 5 From October 1951 to April 1962, the Canadian dollar fluctuated within a band ranging from US \$0.95 to close to US \$1.06 depending on the end-of-month closing rates. From May 1962 to May 1970, it was fixed within a narrow zone around US \$0.9250 with fluctuations of more or less 1%. On June 1, 1970 the fixed exchange rate was no longer imposed.

qui sont réparties internationalement. Ceci entraîne aussi l'établissement de réseaux entre firmes qui ne font pas nécessairement partie de la même entreprise (co-entreprise et alliance stratégique, par exemple). En d'autres mots, la mondialisation affecte non seulement la dette du secteur public mais aussi une bonne partie de la structure industrielle de l'économie canadienne.

NOTES:

- 1 Division de la balance des paiements, Statistique Canada.
- 2 Les autres éléments de la dette englobent des comptes à payer, des intérêts accumulés et une portion de dette échue, des chèques en circulation, des provisions pour le bénéfice des employés fédéraux, des accords de perception de taxes avec les provinces ainsi que divers autres éléments du passif de moindre importance.
- 3 Les données sur la dette sont compilées sur une base d'exercice et proviennent du Compendium de statistiques du secteur public, division des institutions publiques. Les données sur les titres des gouvernements compilées sur la base d'année de calendrier proviennent des Comptes du bilan national, division des comptes nationaux et de l'environnement. Les données sur l'année de calendrier offrent plus de détails sur les détenteurs et sont en accord avec celles de la publication Bilan des Investissements Internationaux du Canada, numéro 67-202 au catalogue.
- 4 Jean-Pierre Corbeil et Thomas Dufour. Placements étrangers des régimes de retraite en fiducie, l'Observateur Économique Canadien, mai 1993.
- 5 Le dollar canadien a fluctué d'octobre 1951 à avril 1962 à l'intérieur d'une fourchette allant de \$0.95 É.-U. à près de \$1.06 É.-U. selon les taux de clôture de fins de mois. De mai 1962 à mai 1970, il a été fixé dans une zone étroite autour de \$0.9250 É.-U. avec des fluctuations de plus ou moins 1%. Le 1^{er} juin 1970 l'imposition du taux de change fixe a été levée.