

The Bank of Canada in 1953 and 1954:

A further stage in the evolution of central banking in Canada

6/76

George S. Watts

This is the final instalment in a series of articles designed to trace the antecedents of central banking in Canada and to place the first two decades of the Bank of Canada's operations in perspective.

In many respects the problems and challenges that have confronted the Bank in more recent years have differed substantially from those it faced during the first two decades of its history. At the time the Bank began operations, the world economy was very slowly recovering from the severe depression of the early 1930s and the main aim was to encourage an upturn in activity. Within a few years, World War II had broken out and the need to maximize the war effort became the overriding consideration. The transition to a peacetime economy was accomplished relatively smoothly and rapidly but the external situation remained a source of concern and attitudes continued to be influenced by the experience of the inter-war years. Although the situation began to change in the early 1950s, particularly after the outbreak of the Korean war, the direction of policy up until that time had been either mainly stimulative or subordinate to wartime controls. It was not until the mid-1950s, when the postwar expansion and upsurge in resource development began to take on boom dimensions and to exhibit strong self-generating characteristics, that the Bank began to pursue an active monetary policy.

The drawing of a line at this point is, of course, arbitrary. Many of the forces that would shape the growth of the economy in later years were already at work in the early 1950s and earlier. Views on monetary policy, which in the immediate postwar period had reflected a preoccupation with the difficulties of transition and concern about unemployment,

L'évolution de la Banque du Canada en 1953-1954: une nouvelle étape de l'histoire de la banque centrale

par George S. Watts

L'article qui suit est le dernier d'une série visant à étudier les origines et les vingt premières années d'existence de la banque centrale du Canada.

À de nombreux points de vue, les problèmes de toutes sortes que la Banque a eu à résoudre au cours des dernières années diffèrent sensiblement des difficultés qu'elle avait dû affronter au cours de ses deux premières décennies. Lorsque la Banque entama ses opérations, l'économie mondiale se relevait à grand peine de la crise des années trente, et il s'agissait avant tout de favoriser la reprise de l'activité économique. Quelques années plus tard, la Seconde Guerre mondiale s'abattait sur le monde et il devint impératif de renforcer au maximum l'effort de guerre. La transition à une économie de paix se fit assez rapidement et sans trop de heurts, mais la situation à l'étranger demeura une source de préoccupations et les décisions continuèrent de porter la marque des attitudes adoptées durant l'entre-deux-guerres. Si la situation commença à changer vers le début des années cinquante et, en particulier, après le déclenchement des hostilités en Corée, l'orientation de la politique avait été jusque-là avant tout stimulatrice, quand elle n'était pas subordonnée aux mesures de contrôle de la période de guerre. Ce n'est que vers le milieu des années cinquante, après que l'expansion de l'activité économique et de la mise en valeur des richesses naturelles eut commencé à prendre l'allure d'un boom et à montrer de nettes caractéristiques d'autorenforcement, que la Banque commença à appliquer une politique monétaire active.

Il est naturellement impossible de tracer ici une ligne de démarcation sans faire intervenir une large part d'arbitraire. Parmi les facteurs qui allaient influencer la croissance de l'économie au cours des années à venir, beaucoup

Mr. Watts has been with the Bank since 1936; for the past two years he has held the position of Archivist.

Mr. Watts est entré au service de la Banque en 1936 et y occupe depuis deux ans le poste d'Archiviste.

began to change at this time in Canada as in other countries. * While the severe inflationary pressures generated by the Korean war were a major factor, there was also a growing realization within the Bank that the economic environment had changed significantly and that inflation was at least as likely to be a problem in the future as insufficient demand. This readjustment in thinking was one which occurred gradually. In Canada, as in most countries, there continued to be a bias towards low and relatively stable bond yields and considerable emphasis was placed on fiscal and other direct measures in combatting the inflationary pressures that followed in the wake of the Korean war. However, the Bank of Canada for the first time in its history moved to a restrictive monetary policy, though it did so cautiously and in conjunction with the use of moral suasion.

More significantly, the Korean war experience, as well as a developing view within the Bank that the basis was being laid for a strong and sustained expansion, prompted the Bank in the early 1950s to re-examine the tools available for implementing its policies. The institutional and legislative framework within which the Bank operated had changed very little over the years and, in the absence of an effective money market capable of responding sensitively to changing market demands, the ability of the Bank to implement policy through open market operations without risking possible disruptive side effects was severely restricted. Beginning in 1953, various steps were taken to encourage the growth of a short-term money market in Canada. Important changes were also made in banking legislation in 1954 when the Bank Act came up for decennial revision, the first such revision outside wartime since the establishment of the central bank. It is these developments that distinguish this interval in the Bank's history and on which this article will focus.

Changes in banking structure

When the Macmillan Commission in 1934 recommended the establishment of a central bank in Canada, it pointed out that the operations of the new central bank would be hampered by the lack of a developed money market in this country. While Canada in most respects had a well-established financial structure, it did not possess a short-term market in any real sense. Treasury bills had been sold to individual banks during the first world war and for some years afterwards, and the first auction

s'étaient déjà manifestés au tout début de la décennie et même avant. C'est à cette époque que les opinions en matière de politique monétaire, qui s'inspiraient au lendemain de la guerre du souci provoqué par les problèmes de la transition et du chômage, commencèrent à changer tant au Canada qu'à l'étranger. * Si ce changement d'optique était provoqué principalement par les fortes pressions inflationnistes attribuables à la guerre de Corée, la Banque s'apercevait de plus en plus que le contexte économique s'était nettement modifié et que l'inflation risquait, au moins autant que l'insuffisance de la demande, de constituer à l'avenir une source de problèmes. Cette évolution des idées avait été progressive. Au Canada, comme dans la plupart des autres pays, on préféra continuer d'assortir les emprunts obligataires de taux peu élevés, mais stables, et on se fia avant tout aux dispositions fiscales et à d'autres mesures directes pour combattre les pressions inflationnistes qui suivirent la guerre de Corée. Pourtant c'est à cette époque que la Banque du Canada s'engagea pour la première fois dans la mise en œuvre d'une politique monétaire restrictive, mais elle le fit avec précaution et tout en recourant en même temps à la persuasion morale.

Fait plus important, l'expérience de la guerre de Corée et l'impression croissante au sein de la Banque que le pays était à la veille d'une expansion vigoureuse et soutenue ont poussé celle-ci à réexaminer à cette époque les moyens dont elle disposait pour réaliser ses politiques. Le cadre institutionnel et juridique dans lequel la Banque fonctionnait avait très peu évolué au fil des années et, en l'absence d'un marché monétaire efficace et sensible aux fluctuations de la demande, elle pouvait à peine utiliser les opérations d'open market dans la poursuite de ses objectifs sans risquer des effets secondaires perturbateurs. À partir de 1953, diverses mesures furent prises pour favoriser le développement d'un marché de l'argent à court terme au Canada. La législation bancaire subit également des modifications importantes lors de la révision décennale de 1954 de la Loi sur les banques, première des révisions de cette loi à être effectuées en temps de paix depuis la création de la banque centrale. Les développements que nous venons de mentionner caractérisent cette période de l'histoire de la Banque du Canada, et c'est sur eux que nous concentrerons notre attention dans le présent article.

Modifications structurelles dans le domaine bancaire

Tout en recommandant, en 1934, la création d'une banque centrale au Canada, la Commission Macmillan faisait remarquer que l'absence dans notre

* See: "The Bank of Canada from 1948 to 1952: the pivotal years", Bank of Canada Review, November 1974.

* Voir « La Banque du Canada de 1948 à 1952: le tournant », Revue de la Banque du Canada, novembre 1974.

of bills was held in March 1934. However, though the bills provided the Government with a means of borrowing short-term from the banks, they were not regarded as liquid and were not traded. The chartered banks also had call loans on their balance sheets but, though they resembled in form such loans on the New York and London markets, in practice they were not regarded as callable on demand by either lender or borrower. To a large extent, the banks relied on the facilities of the New York market where they had long been active, particularly in the call loan market, to meet any requirements for liquidity that could not be met through the regular maturing of bills of exchange or other short-term paper which had always constituted an important share of their assets. Although they were able in this way to meet sudden demands for liquidity, their involvement in the New York market had at times worked in a way that was detrimental to the economy. Undoubtedly, the availability of the well-developed New York market and its close proximity to Canadian financial centres had been an inhibiting factor in the development of even a rudimentary money market in Canada.

The establishment of a central bank was an essential step in the evolution of a money market in Canada. From the first, the Bank of Canada sought to encourage the development of a market in treasury bills and other short-term Government securities. Since it was prepared to buy and sell bills at prices close to the latest tender rate, the chartered banks came to regard bills as their most liquid asset after cash. Regular fortnightly auctions were introduced in 1937 but the amount outstanding remained small until the war years when there was a substantial increase. After the war, the amount outstanding was held unchanged, though other Government debt was reduced. The market for treasury bills, however, remained largely limited to the chartered banks and the Bank of Canada and there was little secondary market trading.

Although it had not been possible to make much progress, the Bank of Canada continued to view the establishment of a money market in Canada as a highly desirable development. This is evident from statements in Annual Reports; it is also a recurring theme in the internal memoranda and correspondence of this period. However for many years other considerations had a greater urgency. At the outset there was no great need for a money market nor were conditions particularly favourable to encouraging its growth, though it was recognized that the circumstances were not normal and that, if economic activity recovered as hoped, the Bank's ability to control the cash reserves of the banking system and influence credit conditions could be handicapped. During the war years

pays d'un marché monétaire actif entraverait le fonctionnement du nouvel organisme. Si le Canada était, tout compte fait, doté d'une structure financière-bien établie, il ne disposait pas d'un marché à court terme. Il y avait eu des ventes de bons du Trésor à certaines banques au cours de la première guerre mondiale, puis pendant les premières années de l'entre-deux-guerres, et c'est en mars 1934 qu'avait eu lieu la première adjudication de ces bons. Toutefois, même si le placement de ces titres donnait au gouvernement le moyen de se procurer un financement bancaire à court terme, ceux-ci n'étaient pas considérés comme des avoirs liquides et ne faisaient pas l'objet de transactions secondaires. De même, les banques à charte avaient bien à leur bilan un poste «Prêts à vue», mais si ceux-ci ressemblaient aux prêts de même nature octroyés sur les marchés de New-York et de Londres, dans la pratique, ni prêteurs ni emprunteurs ne les considéraient comme remboursables à vue. Dans une large mesure les banques s'approvisionnaient en capitaux à New York, particulièrement sur le marché des prêts à vue de cette place, à laquelle elles avaient depuis longtemps pris l'habitude de s'adresser lorsqu'elles avaient des besoins de liquidités qui ne pouvaient être couverts par l'arrivée à échéance des lettres de change ou des autres effets à court terme, lesquels avaient toujours constitué une part importante de leurs avoirs. Si cette façon d'agir permettait aux banques de satisfaire des demandes inattendues de fonds liquides, leur dépendance vis-à-vis du marché new-yorkais s'était occasionnellement révélée préjudiciable à l'économie canadienne.

Nul doute que la facilité d'accès au vaste marché de New York et la proximité de ce dernier par rapport aux centres financiers canadiens avaient nui à la création d'un marché monétaire, même embryonnaire, dans notre pays. La création d'une banque centrale a constitué une étape primordiale de la création d'un marché monétaire au Canada. Dès l'abord, la Banque du Canada a cherché à faciliter la mise en place d'un marché de bons du Trésor et d'autres titres à court terme du gouvernement. Vu que la banque centrale se montrait disposée à acheter et à vendre des bons à des cours proches de la dernière adjudication, les banques à charte en vinrent à considérer les bons comme l'élément le plus liquide de leur actif, après l'encaisse. Un système d'adjudications bimensuelles fut adopté en 1937. L'encours des bons, faible jusqu'à l'époque de la guerre, augmenta alors considérablement, pour rester stable après la fin des hostilités, le gouvernement réduisant plutôt d'autres éléments de sa dette. Le marché des bons du Trésor restait cependant dans une large mesure limité aux banques à charte et à la Banque du Canada, car ces titres ne faisaient guère l'objet d'opérations sur le marché secondaire.

Bien qu'il n'eût pas été possible d'enregistrer de grands progrès en la matière, la Banque du Canada continua de considérer la création d'un marché

and immediately after, the programme of controls meant that there was less need for a market mechanism and that in practical terms any effective move towards an orderly introduction of a money market was out of the question. However, by the end of the 1940s it had become apparent, with the return to peacetime conditions, that not only was the need for innovative steps becoming pressing but that the strong postwar expansion of the economy was creating an environment in which efforts to foster a money market could be expected to have prospects for genuine success. Both the number and resources of potential participants in a money market had increased substantially and, though a non-bank market for treasury bills had not developed to any extent, short-dated Government bonds were held in large amounts outside the banking system and were actively traded.

For several years the Bank, in trading in treasury bills, had progressively widened the spread between its buying and selling levels in order to create an incentive for the chartered banks to look elsewhere for buyers. These efforts had met with little success and in early 1953 a number of important new steps were taken. The principal objective was to broaden the market for treasury bills and other short-term paper by encouraging some of the larger investment dealers to act as 'jobbers', that is, to hold an inventory of short-term securities and other paper and to stand ready to buy or sell. With this end in view, the regular auction of treasury bills was changed from a fortnightly to a weekly basis, a nine-month issue was offered in addition to the three-month issue and the amount outstanding was gradually increased over the next few months from \$450 million to \$650 million. * Concurrently with these steps, the Bank of Canada undertook to provide investment dealers who were prepared to take a jobbing position with an alternative means of financing inventories of short-term Government securities through the institution of purchase and resale agreements (p.r.a.). Under these arrangements, the Bank would, if required, provide participating dealers with short-term accommodation up to a specified limit for each dealer by purchasing treasury bills and/or short-term Government bonds under an agreement to resell the securities at a pre-determined cost to the dealer. Initially these facilities were made available to 'approved' dealers at a rate lower than that charged by the banks for call loans but it was hoped that a true

monétaire canadien comme éminemment souhaitable. En témoignent d'ailleurs les déclarations contenues dans ses Rapports annuels; en outre le thème sera souvent abordé dans les notes de service et la correspondance de cette période. Toutefois la priorité fut accordée pendant de nombreuses années à d'autres questions plus urgentes. Au début, le pays n'avait pas tellement besoin d'un marché monétaire et la conjoncture n'était pas particulièrement propice à l'expansion de ce marché; on admettait toutefois que la situation n'était pas normale et que si la reprise escomptée de l'activité économique se produisait, la Banque pourrait se sentir gênée dans ses efforts pour influencer sur les réserves-encaisse du système bancaire et sur le marché du crédit. Durant les années de guerre et pendant encore quelque temps, les mesures de contrôle en vigueur atténuèrent la nécessité d'un mécanisme de marché et interdisaient en pratique toute action préparatoire à l'implantation ordonnée d'un marché monétaire. Cependant, à la fin des années quarante, le retour à la conjoncture de temps de paix aidant, il était devenu évident que non seulement il devenait de plus en plus nécessaire d'innover, mais encore que l'essor économique de l'après-guerre créait un cadre réellement propice à la promotion d'un marché monétaire. Le nombre des participants éventuels à un marché monétaire et les ressources dont ils disposaient s'étaient sensiblement accrus et, bien que nul marché parabancaire de bons du Trésor de quelque importance ne fût apparu, de grandes quantités d'obligations à court terme du gouvernement figuraient dans des portefeuilles étrangers au système bancaire et faisaient l'objet d'un marché actif.

Pendant plusieurs années, à l'occasion de ses opérations sur les bons du Trésor, la Banque avait progressivement accru l'écart séparant son prix de vente de son prix d'achat afin d'encourager les banques à charter à rechercher d'autres preneurs. Cette initiative n'eût guère de succès, ce qui conduisit la Banque, au début de 1953, à prendre un certain nombre de mesures importantes. Ces mesures visaient avant tout à élargir le marché des bons du Trésor et des autres effets à court terme en encourageant quelques gros négociants en valeurs mobilières à devenir des «agents agréés» du marché monétaire, c'est-à-dire à tenir un stock de titres et d'effets à court terme et à être toujours prêts à acheter ou à vendre. A cette fin, la fréquence des adjudications de bons du Trésor fut doublée, celles-ci devenant hebdomadaires; à l'émission de bons à trois mois s'en ajouta une à neuf mois, et l'encours fut porté graduellement en quelques mois de 450 millions à 650 millions de dollars*.

*The Government stopped issuing nine-month bills on a regular basis in 1955. For a description of the treasury bill auction and the development of the market after 1954 see: Government of Canada treasury bills, Bank of Canada Review, May 1972.

*Le gouvernement cessa en 1955 d'émettre des bons à neuf mois de façon régulière. Pour plus de détails sur l'adjudication des bons du Trésor et sur l'évolution du marché après 1954, voir: Les bons du Trésor du gouvernement canadien, Revue de la Banque du Canada, mai 1972.



call loan market would develop and that the Bank would become a lender of last resort.

In a related move, the Bank also held discussions during 1953 with the chartered banks on the use of its discount facilities. Over the years, the banks had generally maintained cash reserves well above the required minimum and had only resorted to discounting at the Bank of Canada on rare occasions and for exceptional reasons; indeed, to do so was generally regarded as a sign of poor management. During these discussions the Bank endeavoured to define more precisely and to clarify the conditions under which the banks could borrow, and in general to encourage the banks to make more use of the discount facilities, not as a means of augmenting their cash reserves over the long run, but as an aid in the day-to-day management of their cash positions. Such a development was favoured by the Bank since it would not only lead to a closer relationship between Bank Rate and market rates but would add to the visibility of a money market through an increased responsiveness by the banks to changes in their liquidity.

It soon became apparent that the steps taken in early 1953 were not producing the intended results. The facilities offered by the Bank were proving more attractive than the call money arrangements with the chartered banks, and as a result the investment dealers that had been given PRA privileges were shifting their borrowing to the Bank of Canada. Despite the substantial increase in the amount of treasury bills outstanding, a non-bank market had not developed and the amount held by the general public at the end of the year was about the same as a year earlier. However the Bank of Canada's holdings of PRA had risen from nothing to between \$15 and \$25 million towards the end of 1953 and continued to rise to more than \$70 million in June 1954.

Towards the end of 1953, Bank of Canada officials held further discussions with leading members of the banking community on what steps might be taken to breathe life into the money market. In the Governor's view, as communicated in a letter to a prominent banker, there were advantages for the banks if a money market could be developed. What was required was a favourable environment and some additional technical arrangements. He pointed out that there should be at least several jobbing intermediaries who would deal actively and fairly continuously in treasury bills and short-term Government bonds and possibly other paper as well. He went on to note that the experience of recent years had led him to conclude that direct dealing between banks or a clearing of

Part.
en va.
agréé l.
terme, la
aux négoc.
selon l'inté
d'obligation
revendre à un
ficièrent d'un t.
Banque espérait
deviendrait un pr.

Dans cet ordre d'i
banques à charte affi
d'escompte. Jusque-là
serve-encaisse à un niv
recours aux opérations a
rars occasions et encore l
mandes d'escompte tendait
gestion. La Banque s'efforça,
tions auxquelles seraient assuj.
d'inciter celles-ci, d'une façon g
d'escompte en les considérant, ne
réserves-encaisse à la longue, mais
quotidienne de leur trésorerie. La B.
évolution avec faveur; non seulement elle permettrait d'établir un lien plus
étroit entre le taux d'escompte et les taux du marché, mais encore elle contri-
buerait à assurer la viabilité d'un marché monétaire en permettant aux ban-
ques de réagir avec plus de souplesse aux changements de leur situation de
liquidité.

Cependant on ne tarda pas à se rendre compte que les mesures prises au
début de 1953 ne produisaient pas les résultats espérés. Les nouvelles facilités
offertes par la Banque se révélèrent plus attrayantes que les prêts à vue des
banques à charte, de sorte que les négociants en valeurs mobilières qui
s'étaient vu accorder le privilège des pensions se mirent à traiter de préférence
avec la Banque du Canada. Si l'encours des bons du Trésor marqua une
progression sensible, on n'assista pas à la création d'un marché parabancaire,
et le volume des bons détenus par le public à la fin de l'année ne fut guère plus
élevé qu'un an auparavant. Toutefois le nouveau portefeuille d'effets pris en
pension par la Banque du Canada oscillait déjà entre 15 et 25 millions de

of output
coûts

des désaisonnalisées

All commercial industries:
Labour income
Ensemble des entreprises
commerciales:
Revenu du travail

commercial industries:
de profits
des entreprises

1971 = 100

1971 = 100

1971 = 100

1971 = 100

1971 = 100

1971 = 100

1971 = 100

1971 = 100

1971 = 100

1971 = 100

1971 = 100

1971 = 100

1971 = 100

1971 = 100

1971 = 100

1971 = 100

1971 = 100

1971 = 100

1971 = 100

1971 = 100

1971 = 100

1971 = 100

1971 = 100

1971 = 100

1971 = 100

1971 = 100

1971 = 100

1971 = 100

1971 = 100

1971 = 100

1971 = 100

1971 = 100

1971 = 100

1971 = 100

1971 = 100

1971 = 100

1971 = 100

1971 = 100

1971 = 100

transactions by the central bank were not adequate substitutes for expert jobbers. The Bank had taken a number of steps to this end but this was not enough if a favourable environment for the jobbing function was to be established. At least some of the chartered banks must make apparent their interest in and support of the function. This would include a willingness on the part of each bank to respond promptly and consistently to variations in their liquidity. The Governor noted that there had been a growing tendency on the part of the banks to let their cash ratios fluctuate appreciably above or below the traditional 10 per cent level. He pointed out that jobbers cannot function effectively unless they have access to adequate credit facilities and that this could be best met through the development of a true call loan market. To pave the way the Bank had begun providing lines of credit to approved dealers which should only be used as a last resort. Lastly the Governor noted that certain service charges, in particular that for 'over-certification', were proving to be a deterrent.*

By June 1954 it was possible, with the co-operation of the banks, to take a further decisive step. The Bank of Canada had developed a group of approved dealers who were prepared to act as jobbers and the chartered banks agreed that they would provide day-to-day accommodation to these dealers, within the limits of their PRA arrangements with the Bank of Canada, on the pledge of the same type of securities that were eligible for PRA. The day-to-day loans would be highly liquid since a loan extended one day would be callable before noon the next day and the Bank of Canada stood ready, if necessary, to act as lender of last resort. The day loan market began with an agreed interest rate of 1½ per cent and thereafter the rate was determined competitively. At the same time, the chartered banks reduced their charges for over-certification. (They were completely eliminated for certain money market transactions in 1957). The Bank of Canada further encouraged the use of the day loan market by the banks for purposes of adjusting cash reserves by discontinuing the practice of paying by direct credit to reserve accounts for any securities sold to it by the banks. Instead it began routing payments through the clearing system with the effect that the cash was received at least two days after the date of sale; on the other hand if a bank called a day loan before noon, settlement was made the same day in clearing house funds with credit at the Bank of Canada the next day.

*Over-certification is the charge paid by a dealer for a 'daylight overdraft' used to finance the purchase of securities sold later the same day.

dollars vers la fin de 1953; il continua de s'accroître pour s'établir à plus de 70 millions de dollars en juin 1954.

Vers la fin de 1953, de hauts fonctionnaires de la Banque du Canada engagèrent de nouveau le dialogue avec des personnalités influentes des milieux bancaires en vue de déterminer quelles seraient les mesures susceptibles d'injecter du sang neuf dans le marché monétaire. Dans une lettre adressée à un banquier éminent, le Gouverneur se disait d'avis que la création d'un marché monétaire serait à l'avantage des banques. Tout ce qui manquait, c'était un climat favorable et quelques dispositions d'ordre technique. Le Gouverneur souligna qu'il fallait prévoir au moins un certain nombre de négociants agréés pour servir d'intermédiaires et effectuer de façon presque continue des opérations sur des bons du Trésor, sur des obligations à court terme du gouvernement et, éventuellement, sur d'autres effets. Suivant l'expérience de ces dernières années, ajoutait-il, laisser les banques traiter directement entre elles ou organiser sous l'égide de la banque centrale un système de compensation n'offrirait pas les mêmes avantages que de disposer d'un marché sur lequel pourraient opérer des négociants expérimentés. La Banque avait pris certaines mesures en conséquence, mais elles ne pouvaient suffire à créer un terrain où la fonction de négociant agréé pourrait prospérer. Il fallait au moins l'adhésion et le soutien manifestes de quelques banques. Par exemple, chacune d'elles devait être disposée à réagir rapidement et régulièrement aux variations de sa situation de liquidité. Le Gouverneur fit observer que les banques avaient de plus en plus tendance à laisser leur coefficient de réserves-encaisse osciller au-dessus ou au-dessous du taux traditionnel de 10%. Les négociants agréés, expliqua-t-il, ne peuvent œuvrer de façon efficace s'ils ne bénéficient pas de facilités de crédit appropriées. La meilleure solution à ce problème réside dans la mise en place d'un véritable marché des prêts à vue. En guise de mesure préliminaire, la Banque avait commencé à ouvrir à l'intention des négociants agréés des lignes de crédit n'utilisant qu'en dernier ressort. Enfin, le Gouverneur émettait l'avis que certains frais de service, notamment les commissions sur découverts momentanés, n'encourageaient pas à utiliser le système*.

En juin 1954, il fut possible, avec la collaboration des banques, de franchir une nouvelle étape décisive. La Banque du Canada s'était entendue avec un groupe de négociants disposés à remplir les fonctions d'agents agréés du marché monétaire, et les banques à charte convinrent d'octroyer à ces derniers, jusqu'à concurrence du plafond convenu en matière de pension avec

*La commission sur découverts momentanés est une commission payée par le négociant après avoir découvert de la journée employée à financer l'achat de titres vendus plus tard le même jour.

Immediately on commencement of the day loan market, prca outstanding at the Bank of Canada fell to zero and during the remainder of the year the Bank's facilities were used only infrequently. Dealers were able to finance increased inventories of treasury bills and other short-term Government securities through day loans from the banks and began actively to seek customers. The amount of treasury bills outstanding was increased to \$780 million at the end of 1954 and the holdings of the general public, including money market jobbers, increased significantly to over \$200 million.

Meanwhile important changes were made in banking legislation in 1954 as part of the regular decennial revision of the Bank Act. The most significant in terms of the development of the day loan market was the change in the method of calculating the cash reserves of the chartered banks. At the time the Bank of Canada was established, the cash reserve requirement had been set at a minimum daily ratio of 5 per cent of Canadian dollar deposit liabilities. This was the ratio that had been suggested in the Macmillan Report and, though there was no specific reason for choosing this precise level, it had seemed advisable to establish a relatively low figure while the new system was evolving, particularly as the economy was at the time still recovering from the depression. In the event the ratio was not changed until the 1954 revision, though in practice the banks, because of daily fluctuations in their cash balances, worked to a ratio of 10 per cent. The new system, which came into effect 1 July 1954, required the banks to maintain minimum monthly average cash reserves of 8 per cent of the average amount of their Canadian dollar deposit liabilities.* Since the banks were able to run their cash reserves much closer to the required minimum under the new system and soon began to work to lower ratios, this change together with the development of the day loan market, which provided an alternative means of adjusting cash reserves, contributed to a more active bill market. For the Bank of Canada the adoption of the monthly average cash reserve ratio of 8 per cent provided a firmer fulcrum for its cash management policy.

*Canadian dollar statutory deposit liabilities were measured as the average of total deposit liabilities payable in Canadian currency at the close of business on the four consecutive Wednesdays ending with the last Wednesday but one of the preceding month. Cash reserves of the chartered banks continued to be defined as notes of, and deposits with, the Bank of Canada. Bank of Canada notes were measured on the same basis as statutory deposits, i.e., as an average of the note holdings at the close of business on the four consecutive Wednesdays ending with the last Wednesday but one of the preceding month. Deposits with the Bank of Canada were calculated as an average of each juridical day's deposits of the current month.

chacun d'eux par la Banque du Canada, des prêts au jour le jour sur nantissement de titres répondant aux critères exigés pour les prises en pension. Ces prêts au jour le jour seraient considérés comme des avoirs de première liquidité, puisque les banques pourraient en exiger le remboursement dès le lendemain avant midi. En outre la Banque du Canada était disposée à agir en cas de besoin comme prêteur de dernier ressort. Le marché du prêt au jour le jour commença à fonctionner avec un taux d'intérêt convenu de 1½%, qui allait par la suite évoluer selon les lois de la concurrence. Parallèlement, les banques à charte réduisirent les frais sur découverts momentanés. (Ces frais allaient être complètement abolis en ce qui concerne certaines opérations sur le marché monétaire, en 1957.) Pour inciter davantage les banques à recourir au marché des prêts au jour le jour lorsqu'elles devaient modifier le niveau de leurs réserves-encaisse, la Banque du Canada cessa de créditer directement le compte des banques qui lui vendaient des titres. Elle entreprit d'effectuer le paiement par voie de compensation, de sorte que le produit de la vente était encaissé avec un retard d'au moins deux jours; par contre, si une banque demandait le remboursement d'un prêt au jour le jour avant midi, le règlement s'effectuait le jour même au moyen de fonds de la chambre de compensation, de sorte que son compte à la Banque du Canada était crédité le jour suivant.

Dès que le marché des prêts au jour le jour commença à fonctionner, l'encours des pensions à la Banque du Canada tomba à zéro et, pendant tout le reste de l'année, les facilités de crédit offertes par la Banque ne furent que rarement mises à contribution. Les négociants en valeurs purent accroître leur portefeuille de bons du Trésor et d'autres titres à court terme du gouvernement à l'aide des prêts bancaires au jour le jour et se mirent en frais pour se constituer de nouveaux clients. L'encours des bons du Trésor fut porté à 780 millions de dollars à la fin de 1954 et les portefeuilles du public, y compris ceux des négociants agréés du marché monétaire, se gonflèrent considérablement pour s'établir à plus de 200 millions de dollars.

Entretiens, des modifications majeures avaient été apportées à la Loi sur les banques lors de la révision décennale de 1954. En ce qui concernait la création du marché des prêts au jour le jour, la modification la plus importante fut l'adoption d'une nouvelle méthode de calcul des réserves-encaisse des banques à charte. À l'époque de la création de la Banque, le coefficient des réserves-encaisse obligatoires avait été fixé à 5% du solde journalier du passif-dépôts en dollars canadiens. Ce coefficient avait été recommandé par le Rapport Macmillan et, quoiqu'il n'y eût aucune raison spéciale pour le fixer à ce niveau, il avait semblé souhaitable de s'en tenir pour commencer

In conjunction with the change in calculating cash reserves, the Bank of Canada Act was amended to give the central bank the authority to vary the minimum ratio between 8 per cent and 12 per cent, subject to a month's notice for any change and a limit of one per cent a month for any increase. In proposing this change, the Minister of Finance noted that it would bring the powers of the Bank more in line with those of central banks in other countries; he went on to suggest that it was not expected that it would be used frequently but that it should be available for special circumstances. The ratio was, in fact, never varied during the period the Bank had this power.*

In addition to the changes affecting reserve requirements, the 1954 Bank Act revision included a number of other significant changes. Earlier in the year the National Housing Act had been revised to provide for governmental mortgage insurance on loans by approved lenders and The chartered banks were included in the list of approved lenders and the Bank Act was amended to give the banks this power. Previously the banks had, with only a few exceptions, been prohibited from lending on the security of mortgages on real estate. The Bank Act was also changed to authorize the banks to take chattel mortgages in making personal loans.

The revisions of the Bank Act and the Bank of Canada Act involved hearings before the House of Commons Standing Committee on Banking and Commerce at which the Governor, Mr. Towers, appeared as a witness. This was one of the first occasions on which the Bank presented a comprehensive review and assessment of its performance and coming at the time it did, it was of particular interest. In his presentation, Mr. Towers described the factors influencing the Bank's policy during the period from 1946 to 1953 and clearly indicated that in his view, given the external environment, a more restrictive monetary policy would not have insulated Canada from the upward sweep of U.S. and world prices. At the end of his statement he referred to the various steps taken to facilitate and encourage the growth of a short-term money market and went on to note that while the development of an effective money market "might appear to be rather a technical matter, primarily affecting the banking system, it is in reality a matter of much wider importance. A broad and responsive market in Government of Canada securities, and

à un taux relativement bas, d'autant plus que l'économie était toujours aux prises avec les séquelles de la dépression. En tout état de cause, ce coefficient ne fut modifié qu'à l'occasion de la révision de 1954, mais en fait les banques avaient maintenu jusque-là, à cause des fluctuations journalières de leur encaisse, un coefficient de réserve d'environ 10%. Le système qui entra en vigueur le 1^{er} juillet 1954, institua un coefficient mensuel moyen de réserves-encaisse égal à 8% au moins de la moyenne des dépôts en dollars canadiens*. Le nouveau régime permettant aux banques de maintenir leurs réserves-encaisse à un niveau beaucoup plus proche du minimum requis, elles ne tardèrent pas à abaisser le niveau de ces réserves; ce changement d'attitude associé à l'implantation du marché des prêts au jour le jour, qui offrait un nouveau moyen d'ajuster le niveau des réserves-encaisse, contribua à l'essor du marché des bons. L'adoption de ce taux mensuel moyen de 8% en matière des réserves-encaisse accrut sensiblement l'efficacité de la politique de gestion des réserves-encaisse de la Banque du Canada.

Parallèlement au changement du mode de calcul des réserves-encaisse, une modification de la Loi sur la Banque du Canada habilita la banque centrale à faire varier le coefficient des réserves-encaisse entre 8% et 12%, sous réserve d'assortir toute modification d'un préavis d'un mois et de limiter toute augmentation à un pour cent par mois. Lorsque le ministre des Finances proposa cette modification, il fit remarquer que celle-ci doterait la Banque du Canada de pouvoirs semblables à ceux des banques centrales étrangères. Il n'était pas prévu, ajouta-t-il, que la Banque utiliserait fréquemment ces pouvoirs, mais elle devait pouvoir les invoquer dans des circonstances exceptionnelles. En fait, la Banque n'usa jamais de cette prérogative pendant tout le temps qu'elle lui fut accordée*.

En plus des modifications relatives aux réserves-encaisse, la révision de 1955 de la Loi sur les banques sanctionnait un certain nombre d'autres changements importants. Au cours de cette même année, la Loi nationale sur l'habitation avait été révisée afin de permettre la couverture par une assurance gouvernementale de prêts hypothécaires octroyés par des prêteurs agréés.

*On obtenait à cette époque le montant des dépôts en dollars canadiens sujets à réserves en faisant la moyenne des dépôts en dollars canadiens débiteurs à la clôture des opérations des quatre marchés immédiatement antérieurs au dernier mercredi du mois précédent. Les composantes des réserves-encaisse des banques à charte restaient les mêmes; billets de la Banque du Canada et dépôts à la Banque du Canada. Le montant des billets débiteurs par les banques à charte était calculé suivant la même méthode que dans le cas des dépôts sujets à réserves, c'est-à-dire qu'on obtenait ce chiffre en faisant la moyenne des billets débiteurs à la clôture des opérations des quatre marchés immédiatement antérieurs au dernier mercredi du mois précédent. Quant au total des dépôts à la Banque du Canada, il était donné par la moyenne des dépôts, au contraire des jours ouvrables du mois.

*La méthode actuelle de calcul des réserves-encaisse et des réserves secondaires est décrite dans la note explicative du tableau 9 du présent numéro de la Revue.

*The current requirements for cash and secondary reserves are described in the note to Table 9 in this issue of the Review.

the existence of the machinery which makes such a market possible, helps to develop a better market for other securities and to channel funds where they are most needed for the development of the country."

Monetary policy

By early 1952 the severe inflationary pressures generated by the Korean war had begun to abate and, though the economy continued to expand strongly through 1952, there was a pronounced moderation of the upward trend in prices. In May of that year, the direct restrictions on consumer credit and on bank credit adopted in 1950-51 were removed, leaving the conduct of monetary policy to normal central banking operations. As was pointed out earlier, this return to a reliance on traditional methods was one of the factors that prompted the changes introduced in 1953-54.

As it turned out the 1953-54 period was one of relative tranquillity on the economic front and this probably facilitated a smooth adjustment to the various changes. At the start of the period the Canadian economy was still showing a good deal of strength. However, the Korean war was tapering off; agreement on a truce was reached in June 1953. Partly reflecting this, the pace of activity in the United States had begun to slacken in the spring of 1953; during the next few quarters the U.S. economy turned down as defence spending was reduced and inventories, which had been rising rapidly, were cut back. The recession in the United States could not help but have an impact on Canada where similar influences were at work. However as the Canadian economy continued to draw support from a rapid rate of resource development and sustained world demand for many basic exports, the downturn here came later and was milder. Thus, although output and employment in a number of industries declined quite sharply, activity in other areas remained at a high level or expanded. By late 1954, recessionary influences had waned and economic activity in both Canada and the United States turned up, the pace of expansion gathering momentum through 1955.

Demand for bank credit remained strong through most of 1953 and the direction of monetary policy continued to be towards restraint until late in the year. Much of the increased demand for bank loans was related to inventory accumulation and to a lesser extent to the growth of consumer credit. At a meeting with the General Managers of the chartered banks in mid-1953, the Governor indicated some concern about the pace of expansion of bank loans and of holdings of non-government

Les banques à charte ayant été admises à figurer sur la liste des prêteurs agréés, la Loi sur les banques fut modifiée en conséquence. Auparavant, il avait été interdit aux banques, à quelques exceptions près, d'octroyer des prêts hypothécaires. À la même occasion, les banques obtinrent en outre le droit de consentir des prêts personnels garantis par une hypothèque mobilière.

Les révisions de la Loi sur les banques et de la Loi sur la Banque du Canada donnèrent lieu à des audiences devant le Comité permanent de la Chambre des Communes sur la Banque et le Commerce, audiences au cours desquelles le Gouverneur de la Banque, M. Towers, fut appelé à témoigner. C'était là une des premières – et, compte tenu du moment, une des plus belles – occasions qui furent données à la Banque de présenter un rapport complet et détaillé sur ses activités. Dans son exposé M. Towers décrivit les facteurs qui avaient exercé une influence déterminante sur la politique de la Banque dans la période de 1946 à 1953 et déclara qu'à son avis une politique monétaire plus restrictive n'aurait pas, dans le contexte international de l'époque, épargné au Canada la flambée des prix qu'avaient connue les États-Unis et les autres pays. Avant de terminer son exposé, M. Towers passa en revue les diverses mesures que la Banque avait prises pour favoriser et stimuler le développement d'un marché financier à court terme; bien que, poursuivait-il, le développement d'un marché monétaire efficace «puisse paraître une question plutôt technique intéressant surtout le système bancaire, la question est réellement de beaucoup plus d'importance. Un marché large et actif de titres du gouvernement, ainsi que l'agencement qui rend ce marché possible, aideront à améliorer celui des autres valeurs et à canaliser les fonds là où ils sont le plus nécessaires au développement de notre pays».

La politique monétaire

Au début de 1952, les fortes pressions inflationnistes engendrées par la guerre de Corée avaient commencé de se relâcher et malgré l'expansion rapide enregistrée tout au cours de l'année, la tendance à la hausse des prix s'atténua considérablement. En mai de cette année, les restrictions apportées en 1950-1951 au crédit à la consommation et au crédit bancaire furent abolies, de sorte que les opérations normales de banque centrale devinrent les seuls instruments de la politique monétaire. Comme nous l'avons dit précédemment, ce retour aux méthodes traditionnelles précipita, entre autres causes, les changements adoptés pendant la période 1953-1954.

Les années 1953-1954 se sont révélées une période de relative stabilité économique, ce qui a sans doute facilité une adaptation sans heurts aux change-

securities as well as a tendency by the banks to let their cash reserves fluctuate below traditional levels. He intimated that they should not let their cash ratios fall much below 10 per cent at any time nor should they let them remain below 10 per cent for more than a short period. However, with growth in the U.S. economy already slowing and a revision of the Bank Act on the horizon, no other steps were taken.

The situation began to change in the latter part of 1953, as it became evident that a moderate downturn in economic activity was in progress. Demand for bank credit slackened and yields on Government of Canada bonds began to move down, following with some lag the trend of U.S. interest rates. The decline in interest rates in late 1953 and early 1954 was not resisted by the Bank of Canada and in the latter half of 1954 the Bank only partially offset the increase in excess cash accruing to the banks from downward adjustments in their cash reserve ratios following the Bank Act revision. Demand for loans levelled off and the banks, in order to make use of their excess cash reserves, added substantially to their holdings of treasury bills and other Government bonds. There was a further decline in short-term interest rates and in February 1955 the Bank Rate, which had been increased to 2 per cent in February 1950, was lowered to 1½ per cent. Although the economy had begun to recover from the mild recession by the winter of 1954-55, unemployment remained relatively high and it was not until the following summer, as the expansion quickened, that the Bank of Canada began to shift away from a policy of ease.

This series ends at a time when the Canadian economy was in the early stages of a boom that was soon to bring concern about developing pressure on resources and the emergence of inflationary strains. There had thus been an almost complete swing of the pendulum since the launching of the Bank two decades earlier. Where the main concern at that time had been that the economy was not responding to stimulus, by the 1950s it was beginning to be realized that the bias now was much more the other way. Two decades earlier the problems had centred around establishing a new institution and gaining experience with only limited tools at the disposal of the central bank but with the direction of policy relatively clear-cut. As the Bank entered its third decade, it was firmly established and much better equipped with the tools needed to perform its functions but it was now operating in a much more highly developed economy and facing much more complex problems.

Mr. Towers, who had been appointed in 1934 to head the new institu-

ments apportés. L'économie canadienne continuait de faire preuve de beaucoup de dynamisme au début de cette période; toutefois la guerre de Corée touchait à sa fin et un armistice fut conclu en juin 1953. En raison notamment de l'arrêt des hostilités, l'activité économique commença de ralentir aux États-Unis vers le printemps de 1953; au cours des quelques trimestres qui suivirent, la réduction du budget de la défense et le fléchissement du niveau des stocks — dont la progression avait été considérable jusque-là — s'accompagnèrent d'une récession dans ce pays. Ce phénomène ne pouvait manquer d'avoir des répercussions sur l'économie canadienne, soumise aux mêmes influences que l'économie américaine. Toutefois, grâce à l'exploitation intensive des ressources naturelles et à la forte demande mondiale d'un grand nombre de produits de base canadiens, cette baisse de l'activité fut retardée dans notre pays et nous affecta dans une moindre mesure. Ainsi, en dépit de la baisse sensible de la production et de l'emploi observée dans un certain nombre de secteurs, l'activité resta élevée dans bien des domaines et progressa dans d'autres. Fin 1954, la récession était terminée; l'activité économique se redressa tant au Canada qu'aux États-Unis pour acquiescer un rythme d'expansion qu'elle conserverait tout au long de l'année 1955.

La demande de crédit bancaire demeura forte pendant la plus grande partie de l'année 1953 et la politique monétaire de la Banque du Canada garda son orientation restrictive presque jusqu'à la fin de l'année. L'augmentation de la demande de crédit bancaire était liée en grande partie à l'accroissement des stocks et dans une moindre mesure à la progression des prêts à la consommation. Lors d'une réunion avec les directeurs généraux des banques à charte, vers le milieu de 1953, le Gouverneur exprimait une certaine inquiétude devant le rythme d'expansion des prêts bancaires et des portefeuilles d'autres titres que ceux du gouvernement et devant la tendance des banques à laisser leurs réserves-encaisse fluctuer au-dessous des niveaux traditionnels. Il recommanda aux banques de ne jamais laisser leurs réserves-encaisse descendre trop bas par rapport au taux de 10% et de les ramener rapidement à ce niveau. Mais, vu que la croissance économique marquait déjà un ralentissement aux États-Unis et que la Loi sur les banques allait être révisée, on n'adopta alors aucune autre mesure.

La situation commença à évoluer au cours du second semestre de 1953, des signes d'un ralentissement modéré de l'activité économique se faisant sentir. La demande de crédit bancaire s'atténua et le rendement des obligations du gouvernement du Canada s'inscrivit à la baisse, suivant ainsi avec un certain retard la tendance enregistrée par les taux d'intérêt aux États-Unis. La Banque du Canada n'opposa pas de résistance à la baisse du loyer de l'argent

tion, retired at the end of 1954. His successor as Governor was James E. Coyne. Mr. Coyne had been Deputy Governor since the resignation of Donald Gordon in 1949. His successor as Senior Deputy Governor was J. R. Beattie, formerly Executive Assistant to the Governors.

* * *

In concluding this series on the early history of the Bank of Canada, it is appropriate that tribute should be paid to Graham Towers, whose tenure of office spanned the whole of the interval covered by these articles. One of Canada's outstanding public servants, Mr. Towers died in December 1975 at the age of 78.

At the time of his retirement at the end of 1954, Mr. Towers had served as Governor for over twenty years. Few other heads of central banks have served as long, and then only after the institutions they headed were well established. Mr. Towers took over an institution that existed mainly on paper and, though the duties of the new central bank were described in general terms in the Bank of Canada Act and certain powers were conferred on it, this provided no more than a very broad outline of what its functions should be. Mr. Towers had perforce not only to bring the Bank into being but to establish it as an integral part of the financial community. Under his leadership the Bank developed into an institution capable of meeting the difficult and challenging problems of a period during which external developments had a profound impact on the Canadian economy. In the circumstances his role as Governor, and that of the Bank, was much broader than it would have been under more normal conditions and his achievements all the greater. He was responsible for organizing the Foreign Exchange Control Board and served as Chairman throughout its existence; as the war progressed he became increasingly involved in the various steps taken to channel savings into the war effort, becoming Chairman of the National War Finance Committee in 1943. He was involved in planning for the postwar period, playing a major role in the successful establishment of the Industrial Development Bank of which he was President for about a decade. As has been discussed in this article, it was under Mr. Towers' leadership that the Bank in the early 1950s initiated measures to encourage the growth of a money market, a step that had not been practicable earlier but which was extremely important if the Bank was to be in a position to discharge its functions with the return of more normal conditions. In accepting his resignation, the Board of Directors of the Bank paid tribute to Mr. Towers in part as follows: "in his farsighted direction

enregistrée à la fin de 1953 et au début de 1954 et se contenta de prendre, au cours du second semestre de 1954, des mesures destinées à compenser partiellement l'accroissement des fonds mis à la disposition des banques par suite de l'ajustement à la baisse dont le taux des réserves-encaisse fut l'objet lors de la révision de la Loi sur les banques. Les demandes de prêts plafonnèrent et les banques, désireuses de tirer parti de leurs liquidités excédentaires augmentèrent considérablement leurs avoirs en bons du trésor et en autres titres du gouvernement. La baisse des taux d'intérêt à court terme se poursuivit et, en février 1955, le taux d'escompte de la Banque du Canada qui avait été porté à 2% en février 1950 fut ramené à 1½%. Bien qu'à l'hiver 1954-1955 l'économie canadienne eût commencé à se remettre de la légère récession qu'elle venait de connaître, le taux de chômage demeura relativement élevé et il fallut attendre l'été et l'accélération de l'essor économique pour voir la Banque annoncer une politique moins expansionniste.

Au terme de la période à laquelle a été consacrée cette série d'articles, l'économie canadienne amorça une expansion qui devait susciter bientôt des préoccupations au sujet de l'accroissement des pressions sur les richesses naturelles et de l'apparition de tensions inflationnistes. Ainsi, au cours des vingt années qui ont suivi la fondation de la Banque du Canada, le balancier était presque passé d'une extrémité à l'autre. Si la principale cause de souci avait été jusque-là le manque de réaction de l'économie aux mesures incitatives, au cours des années cinquante, par contre, on commença à se rendre compte que la situation avait considérablement changé. Vingt ans plus tôt, il s'agissait surtout de créer un organisme nouveau, de lui assigner une politique assez clairement définie et de voir ce qu'il adviendrait de l'expérience, compte tenu des moyens limités mis à la disposition de cet organisme. À l'aube de sa troisième décennie, la Banque du Canada était solidement implantée et sensiblement mieux équipée, mais l'économie était à un stade bien plus avancé et les problèmes affrontés étaient infiniment plus complexes. M. Towers, qui avait été placé à la tête du nouvel organisme en 1934, prit sa retraite à la fin de 1954. Il fut remplacé par M. James E. Coyne qui, depuis la démission de M. Donald Gordon en 1949, occupait le poste de Sous-Gouverneur. M. J. R. Beattie, précédemment Adjoint exécutif des Gouverneurs, devint alors Premier Sous-Gouverneur.

* * *

Au terme de cette série d'articles sur les débuts de la Banque du Canada, il convient de rendre hommage à Graham Towers, qui en fut le Gouverneur pendant toute la période étudiée. Ce grand commis de l'État est décédé en décembre 1975, à l'âge de 78 ans.

of the central bank's operations through the first twenty years of its existence, he made a unique contribution to the strength of Canada's financial structure and to the development of the entire Canadian economy." In founding the Bank and guiding its direction for such a lengthy period, Mr. Towers inevitably left an indelible imprint on the Bank which, though it may not be apparent to new members of the staff, is still there.

Lorsqu'il prit sa retraite, à la fin de 1954, M. Towers comptait 20 années de service comme Gouverneur de la Banque du Canada. Peu d'autres chefs de banque centrale ont eu une carrière aussi longue, et l'organisme à la tête duquel ces hommes étaient placés avait les pieds solides. M. Graham Towers prenait la direction d'un corps de l'État qui existait principalement sur le papier et, bien que la Loi sur la Banque du Canada eût défini les tâches de la nouvelle banque centrale dans leurs grandes lignes et lui eût accordé certains pouvoirs, ce qu'on attendait en fait de la Banque n'était esquisé qu'assez sommairement. Il incombait à M. Towers, non seulement de guider les premiers pas de la nouvelle institution, mais encore de l'intégrer au monde de la finance. Sous sa direction, la Banque du Canada se transforma en un organisme en mesure de faire face aux problèmes difficiles et complexes d'une époque où le milieu extérieur influençait fortement l'économie canadienne. En l'occurrence, son rôle de Gouverneur, tout comme la mission de la Banque elle-même d'ailleurs, s'est révélé bien plus lourd qu'il ne l'eût été en des circonstances plus normales et ses réalisations en paraissent d'autant plus éminentes. Il se vit confier la mise en place de la Commission de contrôle du change étranger, dont il assumait la présidence jusqu'à sa dissolution; la guerre se poursuivant, il s'occupait de plus en plus activement des mesures destinées à canaliser l'épargne vers l'effort de guerre et fut nommé président du Comité national des finances de guerre en 1943. Il participa également à la planification économique de l'après-guerre et joua un rôle de premier plan dans la création de la Banque d'expansion industrielle, qu'il présida pendant une dizaine d'années. Comme il a été dit plus haut, c'est sous la direction de Graham Towers que furent prises au début des années cinquante les mesures destinées à favoriser le développement d'un marché monétaire, initiative qu'il n'eût pas été possible d'entreprendre plus tôt, mais qui était pratiquement indispensable si l'on voulait permettre à la Banque de remplir ses fonctions après le retour à la normale des conditions économiques. Lorsqu'il accepta la démission de M. Towers en 1954, le Conseil d'Administration de la Banque tint à lui rendre un chaleureux hommage, dont voici un extrait: «par la clairvoyance dont il a fait preuve au cours des vingt ans où il a guidé les premiers pas de la banque centrale, il a contribué de façon exceptionnelle au renforcement de la structure financière du Canada et au développement de toute l'économie de notre pays.» Ayant fondé la Banque du Canada et veillé sur ses destinées pendant une aussi longue période, il était inévitable que M. Towers eût marqué cette institution d'une empreinte indélébile qui, si elle n'est peut-être pas toujours visible pour le nouveau personnel de la Banque, n'en reste pas moins incontestable jusqu'à ce jour.