

## Recent economic and financial developments

## L'évolution économique et financière récente

The Canadian economy expanded at an average annual rate of 4 per cent in the five quarters ending in the third quarter of 1997. The expansion has been supported by accommodative monetary conditions, substantial employment gains, improved consumer confidence, low inflation, a dramatic improvement in Canada's fiscal position, and strong U.S. demand.

These positive factors continue to underpin expectations of sustained solid economic growth in Canada. The recent growth of narrow money and credit aggregates broadly supports this scenario. However, the buildup of events in Asia since the summer has added a degree of uncertainty regarding just how robust the economy will be in coming quarters compared with the Bank's earlier expectations.

Both the International Monetary Fund (IMF) and the Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD) have scaled back their projections for economic growth in 1998 because of the Asian turmoil. In early December, the IMF took about 3/4 of a percentage point off its previous forecast of world economic growth for 1998. For its part, the OECD estimated, at the beginning of December, that output growth for its 29 member countries as a group could be reduced by about 1 percentage point in 1998.<sup>1</sup> The IMF expects the direct trade effects on Canada (from lower exports to the affected ASEAN-4 countries<sup>2</sup> and Korea) and the "second-round" effects (working through our other major trading partners) to be relatively modest—reducing real GDP by about 1/4 of a percentage point. But additional effects, working through lower world commodity prices, may increase the overall impact somewhat.

While at this stage one cannot be precise about the size of the

L'économie canadienne a progressé à un taux annuel moyen de 4 % au cours des deux derniers trimestres de 1996 et des trois premiers trimestres de 1997, à la faveur de la détente des conditions monétaires, des gains importants au chapitre de l'emploi, du regain de confiance des consommateurs, de la faiblesse de l'inflation, de l'amélioration spectaculaire des finances publiques et de la vigueur de la demande aux États-Unis.

Ces facteurs positifs continuent d'alimenter les attentes d'une croissance économique solide et durable au Canada. Le récent profil de croissance des agrégats de la monnaie et du crédit au sens étroit conforte en gros ce scénario. Cependant, la détérioration de la situation en Asie depuis l'été jette une ombre d'incertitude sur la vigueur probable qu'aura l'activité au cours des prochains trimestres par rapport à ce que la Banque avait prévu.

La crise asiatique a également amené le Fonds monétaire international (FMI) et l'Organisation pour la Coopération et le Développement Économiques (OCDE) à revoir à la baisse leurs projections de la croissance économique mondiale pour 1998.

Ainsi, au début de décembre, le FMI a retranché environ 3/4 de point de pourcentage des prévisions qu'il avait faites antérieurement pour 1998, et l'OCDE estimait que la croissance de la production dans l'ensemble de ses 29 pays membres pourrait diminuer de 1 point de pourcentage en 1998<sup>1</sup>. Le FMI s'attend à ce que les conséquences directes de la crise asiatique sur le commerce canadien (baisse des exportations à destination des quatre pays de l'ANASE touchés<sup>2</sup> et de la Corée) et les effets indirects (qui passeraient par nos autres grands partenaires commerciaux) soient relativement modestes, retranchant environ 1/4 de point de pourcentage du PIB en termes réels. Mais d'autres effets, qui se manifesteraient par la baisse des cours mondiaux des produits de base, pourraient accentuer quelque peu les répercussions globales de cette crise.

On ne peut à l'heure actuelle évaluer avec précision l'incidence globale de la crise asiatique sur l'économie canadienne, mais celle-ci constitue un choc négatif qui vient

1. These estimates are based on the usual assumptions of unchanged exchange rates and real interest rates and no change in actual or announced fiscal policies over the projection period. Thus, they do not allow for any potential policy response to the Asian shock.

2. The ASEAN-4 are Indonesia, Malaysia, the Philippines, and Thailand. They all belong to the nine-member Association of Southeast Asian Nations.

1. Ces estimations reposent sur les hypothèses habituelles, à savoir que les taux de change, les taux d'intérêt réels et les politiques budgétaires (mises en œuvre ou amorcées) ne changeront pas. Elles ne prévoient pas ainsi une réponse possible de ces variables à la crise asiatique.

2. L'Indonésie, la Malaisie, les Philippines et la Thaïlande, qui font partie, aux côtés de cinq autres pays, de l'Association des nations de l'Asie du Sud-Est.

overall impact, it nevertheless represents a negative shock relative to the Bank's earlier projection of output growth. At the same time, however, there have been some positive surprises such as stronger economic performance in the United States, Mexico, and Europe compared with our expectations of three to six months ago. Moreover, declining inflation and reduced inflation-risk premiums in the United States and in Canada have led to lower longer-term interest rates, which support economic activity.

## INTERNATIONAL DEVELOPMENTS

### Overseas economies

#### *In Europe, the economic recovery is gaining momentum ...*

Output growth in the major European countries has picked up somewhat more strongly than anticipated, underpinned by

continued expansion in the United Kingdom and a largely export-led recovery across continental Western Europe. With weak domestic demand persisting in some of the largest countries, particularly in Germany, unemployment remains at or near postwar highs in continental Europe. In the United Kingdom, however, the unemployment rate continues to decline and stands at 5.1 per cent—its lowest level since 1980. The short-term outlook for these economies is positive and is only modestly affected by the Asian tumult. The recovery in continental Europe is apparently gaining momentum, and the expansion in the United Kingdom, while expected to slow in response to tighter monetary conditions, should remain firm.

#### *... but in Japan the outlook is more uncertain.*

In contrast, the situation in Japan is much more uncertain, and the outlook remains tentative. The

modest rebound from a much-larger-than-expected contraction in real GDP in the second quarter of 1997 suggests that the recovery is not as solid as had been assumed. And it has been further undermined by the recent developments in many of Japan's Asian trading partners. These developments have also intensified problems in the Japanese financial sector given its significant loan exposure to the Asian region. The IMF and the OECD expect that the Asian crisis will reduce Japan's output growth in 1998 by 1 to 1 1/2 percentage points. Thus, growth will be

fausser les prévisions de l'expansion de la production faites antérieurement par la Banque. En revanche, la tenue des économies des États-Unis, du Mexique et de l'Europe, qui ont été plus vigoureuses que ne l'avait prévu la Banque il y a trois ou six mois, a été une surprise favorable. En outre, la baisse de l'inflation et des primes de risque connexes pratiquées au Canada et aux États-Unis a entraîné une réduction des taux d'intérêt à plus long terme, ce qui soutient l'activité économique.

## L'ÉVOLUTION INTERNATIONALE

### Les pays d'outre-mer

#### *En Europe, la reprise économique se raffermi...*

La croissance de la production dans les grands pays européens s'est accélérée un peu plus que prévu, à la faveur de la robuste

expansion de l'activité au Royaume-Uni et d'une reprise alimentée principalement par les exportations dans les autres pays de l'Europe de l'Ouest. La demande intérieure demeurant faible dans certains des principaux pays, notamment l'Allemagne, les taux de chômage en Europe continentale se maintiennent autour des niveaux les plus élevés enregistrés pour la période de l'après-guerre. Au Royaume-Uni, toutefois, le taux de chômage continue de se replier et s'établit à 5,1 %, son plus bas niveau depuis 1980. Les perspectives à court terme pour les économies de ces pays sont positives et ne sont que légèrement touchées par les événements qui agitent l'Asie. La reprise en Europe continentale semble se raffermir; l'expansion au Royaume-Uni, même si on s'attend à ce qu'elle se ralentisse en réaction au resserrement passé des conditions monétaires, devrait rester vigoureuse.

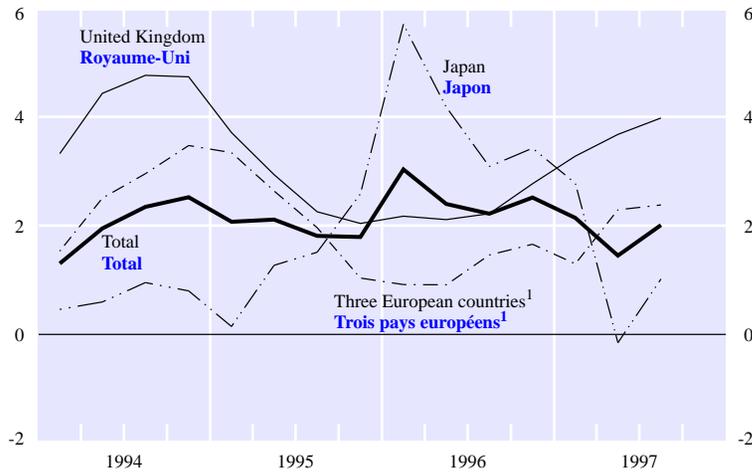
#### *... mais l'avenir est plus incertain au Japon.*

Au Japon, en revanche, la situation est nettement plus incertaine, et les prévisions restent provisoires. La modeste reprise qui a

suivi la contraction beaucoup plus forte que prévu du PIB au deuxième trimestre de 1997 laisse croire que la relance n'est pas aussi vive qu'on l'avait d'abord cru. De plus, la reprise a aussi souffert de l'évolution récente de la situation chez un grand nombre des partenaires commerciaux asiatiques du Japon. Cette situation a également aggravé les problèmes que connaissait le secteur financier japonais, compte tenu du stock considérable de créances que détiennent les institutions japonaises sur les pays d'Asie en difficulté. Le FMI et l'OCDE prévoient que la crise asiatique retranchera entre 1 et 1 1/2 point de pourcentage de la croissance de la production au Japon. Par

## Real gross domestic product in overseas economies Produit intérieur brut en termes réels dans les pays d'outre-mer

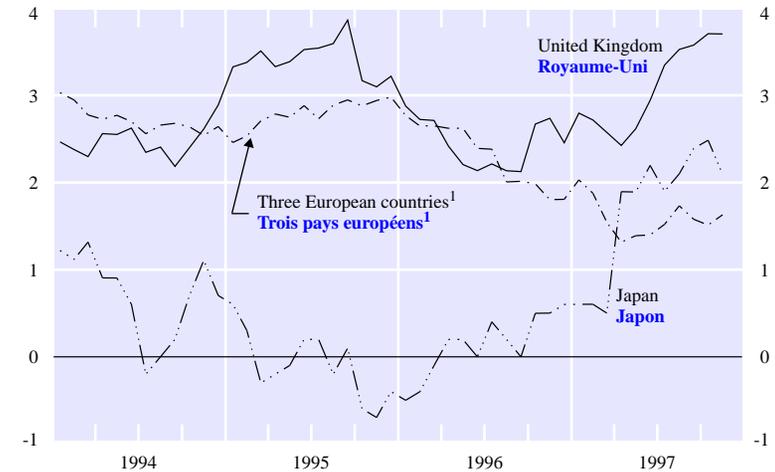
4-quarter percentage change  
Taux de variation sur 4 trimestres



1. Germany, France, and Italy  
1. Allemagne, France et Italie

## Consumer price index in overseas countries Indice des prix à la consommation dans les pays d'outre-mer

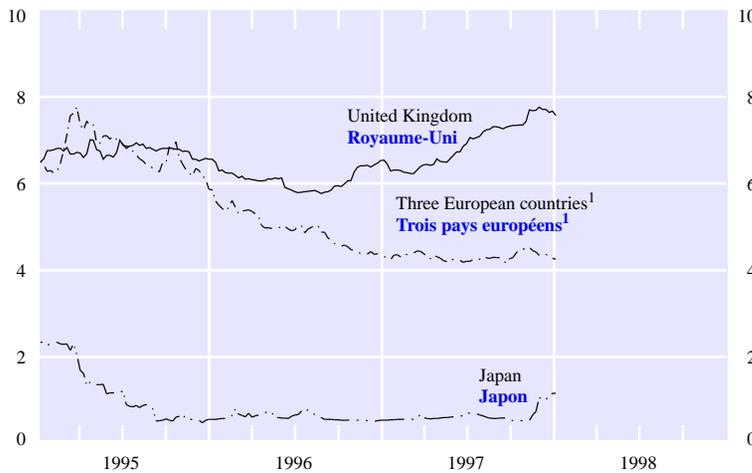
12-month percentage change  
Taux de variation sur 12 mois



1. Germany, France, and Italy  
1. Allemagne, France et Italie

## 90-day interest rates in overseas countries Taux d'intérêt à 90 jours dans les pays d'outre-mer

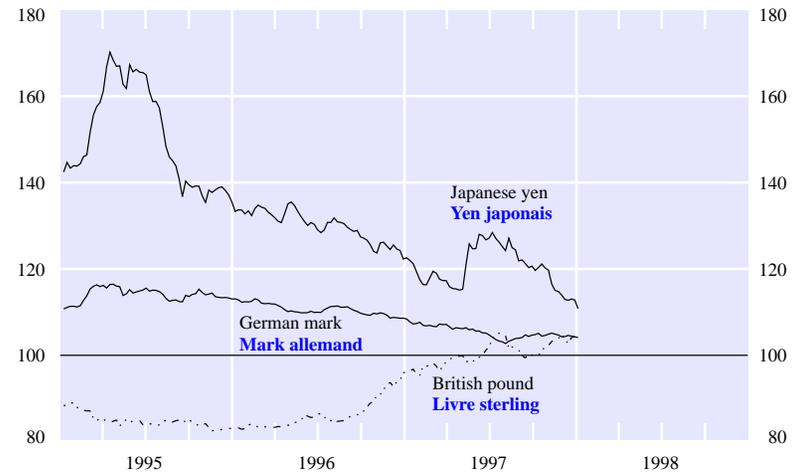
Wednesdays  
Données des mercredis



1. Germany, France, and Italy  
1. Allemagne, France et Italie

## Exchange rates of selected overseas currencies Taux de change de quelques devises d'outre-mer

Nominal effective index vis-à-vis G-10 currencies, 1987 = 100, Wednesdays  
Taux effectif nominal vis-à-vis des devises du G-10, 1987 = 100  
Données des mercredis



slow this year notwithstanding the financial and fiscal support measures announced recently.

Increases in indirect taxes in several of the major overseas industrial countries continue to affect headline consumer price inflation. If one looks through the effects of these tax hikes, the trend inflation rate is close to zero in Japan and low in continental Europe, where there remains a significant margin of excess supply. In the United Kingdom, where aggregate demand is pressing against capacity limits, increases in mortgage interest rates (and in indirect taxes) have raised headline inflation. Nevertheless, with some help from an appreciating currency, trend inflation remains relatively stable, at just over 2 per cent.

Adjustments in monetary conditions in individual countries have mainly reflected exchange rate movements. In the United Kingdom, the strong appreciation of the pound sterling on a G-10 basis as well as rising short-term interest rates resulted in a further tightening of monetary conditions through 1997, helping to contain latent inflationary pressures. With the pace of the recovery picking up in France and Germany, monetary conditions, which had been easing since 1995, have become less accommodative since the summer reflecting the appreciation of the franc and the German mark and higher interest rates. Conversely, in Italy, where economic activity is still constrained by fiscal consolidation efforts, monetary conditions continue to ease, as interest rates decline with lower inflation. In Japan, overall monetary conditions have remained generally accommodative. It is worth noting, however, that the sharp depreciation of the yen vis-à-vis the U.S. dollar since the summer has been countered by its appreciation against the currencies of Japan's major Asian trading partners. Thus, on a trade-weighted basis, the yen has moved considerably less than it has against any one individual currency.

conséquent, la croissance sera lente cette année, malgré les mesures de soutien financier et budgétaire adoptées récemment.

Les relèvements des impôts indirects dans plusieurs grands pays d'outre-mer continuent d'influencer la hausse des prix à la consommation. Si l'on fait abstraction des effets de ces relèvements, on constate que l'inflation tendancielle est presque nulle au Japon et faible en Europe continentale, où subsiste une marge importante de capacités inutilisées. Au Royaume-Uni, où la demande globale exerce des pressions sur l'appareil de production, la hausse des taux hypothécaires (et des impôts indirects) a fait grimper le taux d'inflation affiché. Néanmoins, à la faveur de l'appréciation de la livre sterling, l'inflation tendancielle dans ce pays demeure relativement stable, tout juste au-dessus de 2 %.

Les variations des conditions monétaires dans chacun des pays sont principalement imputables à des mouvements des taux de change. Au Royaume-Uni, la forte appréciation de la livre par rapport aux monnaies des pays du Groupe des Dix et la montée des taux d'intérêt à court terme se sont traduites par un nouveau resserrement des conditions monétaires pendant l'année 1997, lequel a contribué à contenir les pressions inflationnistes latentes. La reprise s'accéléralant en France et en Allemagne, les conditions monétaires, qui s'assouplissent depuis 1995, sont devenues moins expansionnistes depuis l'été, ce qui s'explique par l'appréciation du franc et du mark et par la hausse des taux d'intérêt. À l'inverse, en Italie, où l'activité économique demeure entravée par les efforts d'assainissement budgétaire, les conditions monétaires ont continué de se détendre, les taux d'intérêt fléchissant devant le recul de l'inflation. Au Japon, les conditions monétaires globales sont restées généralement expansionnistes. Il convient de noter, cependant, que la vive dépréciation du yen par rapport à la devise américaine depuis l'été a été contrebalancée par son appréciation vis-à-vis des monnaies des principaux partenaires commerciaux du Japon en Asie. Par conséquent, la valeur du yen pondérée en fonction des échanges commerciaux a varié beaucoup moins que cela n'a été le cas par rapport aux monnaies prises séparément.

## United States and Mexico

### ***The pace of economic expansion has been stronger than anticipated ...***

inflation has been lower than most analysts had expected.

After surging ahead at an annual rate of about 5 per cent in the first quarter of 1997, real GDP grew by over 3 per cent in each of the next two quarters—above most estimates of the growth of potential output. Robust consumer and investment spending, supported by solid gains in personal incomes and corporate profits, has been at the base of this expansion. With domestic demand in the United States stronger than in most of its major trading partners and with the continued appreciation of the U.S. dollar on an effective exchange rate basis, real net exports have contracted further.

### ***... but there are tentative signs of some slowing towards more sustainable rates in the period ahead.***

Further deterioration in the country's real foreign trade balance is also likely because of developments in Asia. Overall, the pace of economic expansion should moderate towards more sustainable rates over the next couple of quarters.

### ***Inflation has remained subdued in the face of apparent excess demand and high resource utilization.***

continued to trend downwards and currently stands at 2 1/4 per cent—its lowest level in over 30 years. A number of factors, many of which are temporary in nature, have helped to dampen inflation. Among these are: the appreciation of the U.S. dollar, the decline in oil and

Already in its seventh year of expansion, the *U.S. economy* grew much more vigorously than anticipated through the first three quarters of 1997. At the same time,

Although the underlying momentum remains strong, recent data on retail and manufacturing activity show tentative signs of some slowing in domestic demand.

Indeed, core consumer price inflation (measured by the 12-month rate of increase in the CPI excluding food and energy) has

## Les États-Unis et le Mexique

### ***L'économie américaine a progressé plus vigoureusement que prévu...***

faible que la plupart des analystes ne s'y attendaient.

Après avoir enregistré un bond de 5 % en taux annuel au premier trimestre de 1997, le PIB réel s'est accru de plus de 3 % au cours de chacun des deux trimestres suivants, soit un rythme supérieur à celui de la croissance de la production potentielle selon la plupart des estimations. La vigueur des dépenses de consommation et d'investissement, alimentée par les gains notables affichés par les revenus personnels et les bénéfices des sociétés, est à l'origine de cette expansion. Comme la demande intérieure aux États-Unis est plus forte que dans la plupart des principaux partenaires commerciaux de ce pays et que le cours effectif du dollar américain a affiché une appréciation soutenue, les exportations nettes en termes réels ont fléchi à nouveau.

### ***... mais certains signes laissent croire que l'expansion se ralentira pour s'établir à des taux plus soutenables dans la période à venir.***

détériorera probablement à nouveau à cause de la crise asiatique. Dans l'ensemble, l'expansion devrait se ralentir pour s'établir à des taux plus soutenables au cours des deux ou trois prochains trimestres.

### ***L'inflation est restée faible malgré une demande apparemment excédentaire et un niveau élevé d'utilisation des ressources.***

maintient sa tendance à la baisse et se situe maintenant à 2 1/4 %, son niveau le plus bas depuis plus de 30 ans. Un certain nombre de facteurs, plusieurs de nature temporaire, ont contribué à cet état de choses. Parmi ceux-ci, il faut mentionner l'appréciation du dollar américain, le repli des prix du pétrole et des ordinateurs ainsi

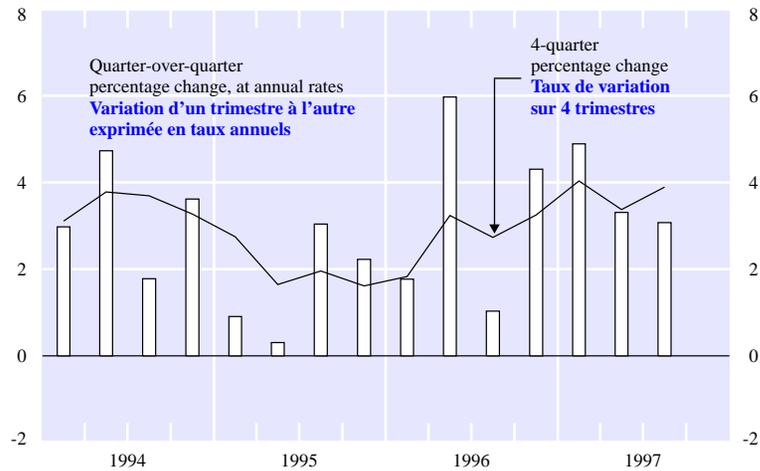
*L'économie américaine*, qui connaît sa septième année d'expansion de suite, a progressé beaucoup plus vigoureusement que prévu durant les trois premiers trimestres de 1997. Parallèlement, l'inflation a été plus

L'essor que connaît l'économie américaine demeure vigoureux, mais des données récentes sur les ventes au détail et l'activité dans le secteur manufacturier trahissent certains signes d'un tassement de la demande intérieure. La balance commerciale du pays en termes réels se

En dépit d'une demande excédentaire et d'un niveau élevé d'utilisation des capacités, l'inflation est restée étonnamment sous contrôle. De fait, l'inflation fondamentale (mesurée par le taux d'accroissement sur douze mois de l'indice des prix à la consommation hors alimentation et énergie)

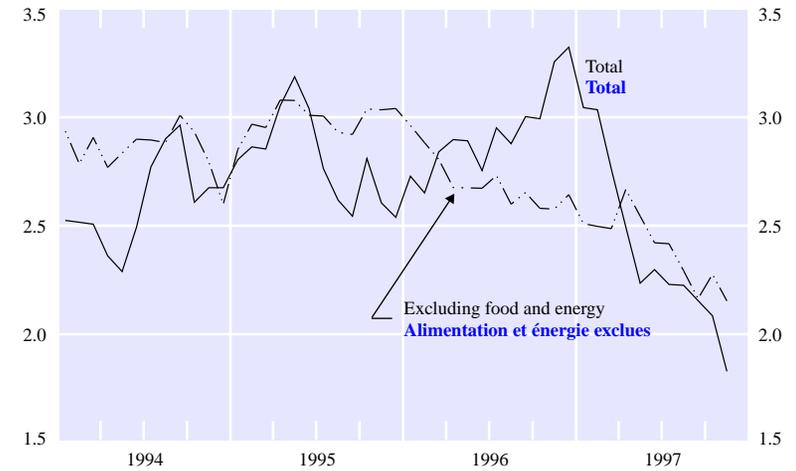
U.S. real gross domestic product  
**Produit intérieur brut des États-Unis en termes réels**

Quarterly  
**Données trimestrielles**



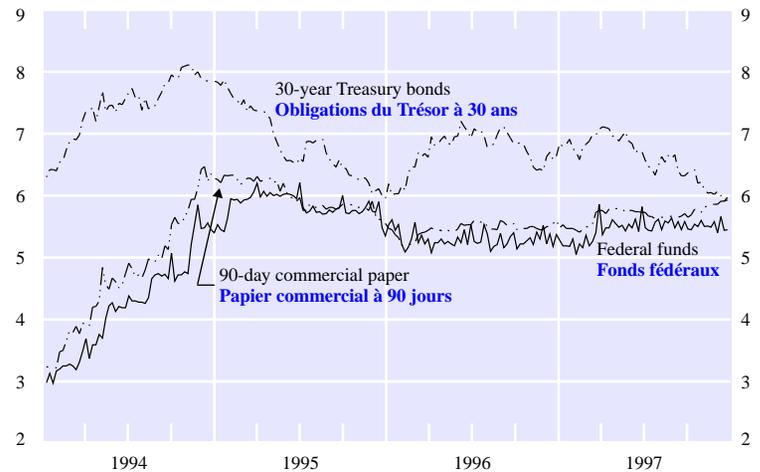
U.S. consumer price index  
**Indice des prix à la consommation aux États-Unis**

12-month percentage change  
**Taux de variation sur 12 mois**



Selected U.S. interest rates  
**Quelques taux d'intérêt pratiqués aux États-Unis**

Wednesdays  
**Données des mercredis**



U.S. dollar exchange rate  
**Taux de change du dollar É.-U.**

Nominal effective index vis-à-vis G-10 currencies, 1987 = 100, Wednesdays  
**Taux effectif nominal vis-à-vis des devises du G-10, 1987 = 100**  
**Données des mercredis**



computer prices, and the slack in overseas economies. Notwithstanding increasingly tight labour markets (the unemployment rate was at 4.7 per cent in December), there has been no clear evidence of generalized wage pressures. Although wage increases in some sectors have picked up, slow growth in benefit costs and a rebound in productivity have held down the rise in total employment costs and in unit labour costs. The continued appreciation of the U.S. dollar and the disinflationary impulse from the Asian situation will contribute to keeping inflation low in the near term. However, with levels of aggregate demand pressing against capacity limits, there remains a risk that inflationary pressures could increase once the peak effect of these temporary restraining factors is past.

***With the stronger U.S. dollar and the moderating effects of the Asian crisis on U.S. aggregate demand, market expectations of an increase in official rates have reversed.***

Monetary conditions have been tightening as a result of the considerable strength of the U.S. dollar against all major currencies. This, together with the lack of concrete evidence of a pickup in inflation and the moderating effects of the Asian crisis on U.S. aggregate demand have reversed market expectations of an increase

in official interest rates in the near future.

The U.S. Federal Reserve has left its target rate for federal funds unchanged (at 5.50 per cent) since March 1997, when it was raised by 25 basis points. On balance, short-term money market rates have been relatively stable. Moreover, with easing inflation concerns, steps towards a balanced federal budget, and the recent flight to U.S. bonds associated with the turmoil in global equity markets, long-term rates (on 30-year Treasury bonds) have declined to record lows—around 5 3/4 per cent.

The *Mexican economy* has also been expanding more rapidly than expected, advancing at a rate of over 7 per cent in 1997, and it is expected to continue growing briskly in the period ahead.

que les capacités inutilisées au sein des économies d'outre-mer. Malgré la montée des tensions sur les marchés du travail (le taux de chômage s'établissait à 4,7 % en décembre), aucun signe manifeste de pressions généralisées sur les salaires n'a été observé.

Bien que les augmentations salariales dans certains secteurs se soient accélérées, la lenteur de la croissance des coûts des avantages sociaux et le redressement de la productivité ont permis de contenir la hausse de l'ensemble des coûts salariaux ainsi que des coûts unitaires de main-d'œuvre. L'appréciation continue du dollar É.-U. et l'effet désinflationniste de la situation en Asie contribueront à maintenir l'inflation à un bas niveau durant les prochains mois. Toutefois, la vigueur de la demande globale exerçant des pressions sur l'appareil de production, le risque d'une intensification des tensions inflationnistes pourrait augmenter une fois que l'effet modérateur des facteurs temporaires mentionnés n'agira plus avec la même force.

***Compte tenu de la vigueur du dollar É.-U. et des effets modérateurs de la crise asiatique sur la demande globale aux États-Unis, les attentes d'un relèvement des taux officiels se sont estompées.***

Les conditions monétaires se sont resserrées en raison de la vitalité considérable du dollar É.-U. vis-à-vis de toutes les autres grandes monnaies. Ce résultat, conjugué à l'absence de signes d'une recrudescence de l'inflation et aux effets modérateurs de la crise asiatique sur la demande globale américaine, a fait reculer les attentes du marché à l'égard d'un relèvement des taux d'intérêt officiels à court terme.

La Réserve fédérale américaine n'a pas modifié depuis mars 1997 le taux cible des fonds fédéraux, qu'elle avait alors relevé de 25 points de base pour le porter à 5,50 %. Dans l'ensemble, les taux à court terme du marché monétaire sont restés relativement stables. De plus, à la faveur de l'atténuation des craintes d'une recrudescence de l'inflation, des progrès accomplis vers la réalisation de l'équilibre budgétaire et de l'engouement récent pour les obligations américaines dans la foulée de l'agitation sur les marchés boursiers internationaux, les taux des obligations du Trésor à 30 ans sont tombés à un creux historique d'environ 5 3/4 %.

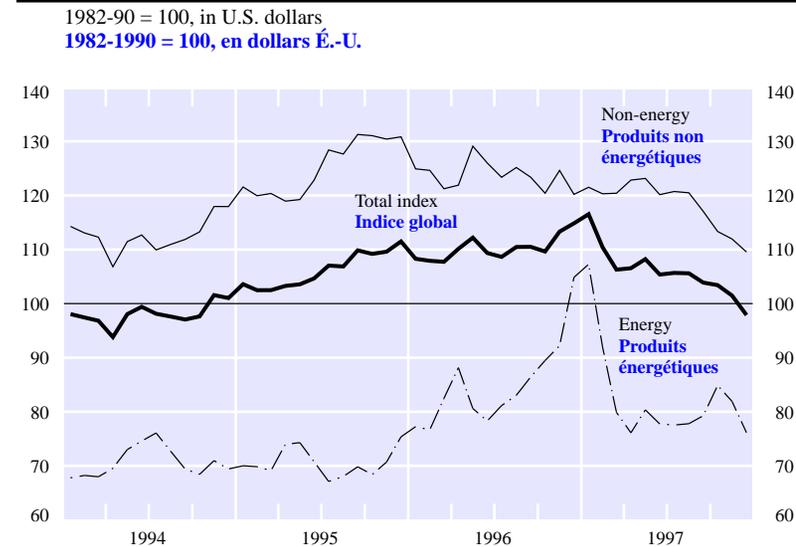
L'expansion de l'*économie mexicaine* a aussi été plus rapide que prévu, s'établissant à plus de 7 % en 1997, et elle devrait se poursuivre à une vive allure au cours des prochains mois.

## Commodity prices

Over the past year, the average price of the key primary commodities exported by Canada (measured by the Bank of Canada's commodity price index in U.S. dollars) has been considerably weaker than the Bank had expected. This primarily reflects a slide in non-energy prices in the second half of 1997, owing to increased supplies and the weaker-than-anticipated demand from Japan and other Asian countries. Moreover, commodity prices will probably be slow to recover, and the magnitude of any increases will depend partly on the extent of the adverse economic developments in Asia.

Grain and especially livestock prices have weakened under pressure from softer-than-anticipated demand and increased world supplies (although grain production in Canada was down significantly in 1997 from the previous year's bumper crop). After rising strongly in the first part of 1997, base metals prices have fallen sharply since late summer in reaction to the ongoing weakness in the Japanese economy, reduced demand from other Asian countries, and rising world inventories (particularly for copper). Despite a sustained U.S. demand for housing, lumber prices have been on a downward trend for most of 1997, reflecting increased North American production and sluggish Japanese demand. Nevertheless, lumber prices remain above the lows reached in mid-1995. Following some gains earlier in 1997, newsprint and pulp prices have been stable recently. Demand conditions for these products are good and are expected to improve further, which may allow implementation of the price increases announced in the fall of 1997. Energy prices have dropped sharply from their peak levels of late 1996 and could ease further in the future with the reversal of seasonal factors and prospects of increased OPEC and non-OPEC supplies.

Bank of Canada commodity price index  
Indice des cours des produits de base de la Banque du Canada



## Les prix des produits de base

Au cours de la dernière année, le prix moyen des principaux produits de base qu'exporte le Canada (mesuré par l'indice en dollars É.-U. établi par la Banque du Canada) a été beaucoup moins ferme qu'on ne l'avait prévu, principalement à cause de la baisse des cours des produits non énergétiques au second semestre de 1997, laquelle est attribuable à un accroissement de l'offre et à une diminution, par rapport aux prévisions antérieures, de la demande en provenance du Japon et d'autres pays asiatiques. En outre, le redressement des cours des produits de base se fera lentement, et son ampleur dépendra en partie de l'évolution de la situation économique en Asie.

Les prix des grains et du bétail ont reculé sous l'effet d'une demande moins vigoureuse que prévu et d'une augmentation de l'offre mondiale (malgré la chute marquée de la production canadienne en 1997 par rapport aux récoltes exceptionnelles de l'année précédente). Après avoir renchéri au premier semestre de 1997, les métaux communs se sont dépréciés de façon marquée depuis la fin de l'été en réaction à la faiblesse continue de l'économie japonaise, à la contraction de la demande dans les autres pays d'Asie et à l'augmentation des stocks, de cuivre particulièrement, à l'échelle mondiale. En dépit d'une demande soutenue dans le secteur du logement aux États-Unis, les prix du bois d'œuvre se sont inscrits en baisse durant la majeure partie de 1997, ce qui s'explique par un accroissement de la production nord-américaine et l'atonie de la demande au Japon. Les prix de ce produit continuent néanmoins de s'établir au-dessus des creux enregistrés au milieu de 1995. Les cours du papier journal et de la pâte à papier, qui s'étaient raffermis plus tôt en 1997, sont restés relativement stables ces derniers temps. L'état de la demande pour ces produits demeure favorable et devrait s'améliorer à nouveau, ce qui pourrait permettre l'entrée en vigueur des hausses de prix annoncées à l'automne 1997. Les cours de l'énergie, qui avaient atteint un sommet vers la fin de 1996, ont fléchi depuis lors et pourraient reculer encore davantage à l'avenir avec la disparition des facteurs saisonniers et les perspectives d'une augmentation des stocks des pays membres de l'OPEP et d'autres pays.

## CANADIAN ECONOMIC DEVELOPMENTS

### Aggregate demand, output, and employment

#### *The Canadian economy has expanded at an average rate of over 4 per cent since mid-1996 ...*

Real GDP advanced at an annual rate of 4.1 per cent in the third quarter of 1997, following an increase of 5.4 per cent in the previous quarter. Above-potential growth has been recorded on average since mid-1996. Further strong gains in consumer spending and business investment, as well as a substantial rise in export volumes spearheaded the expansion. Again, an appreciable amount of the increase in domestic demand was met out of imports.

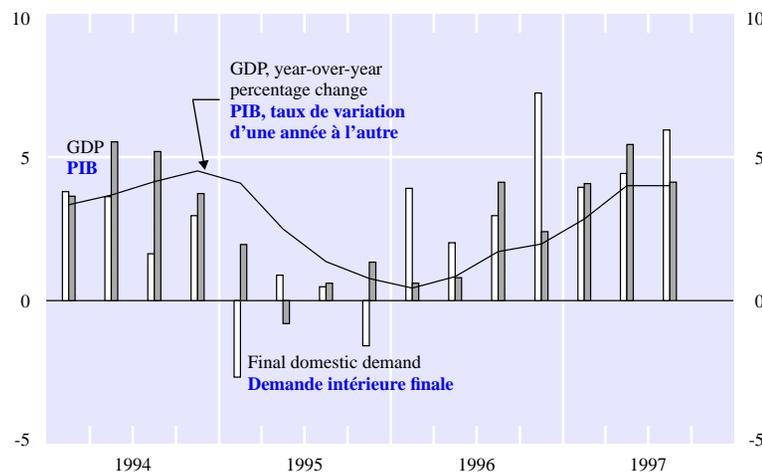
Spurred by low interest rates, a pickup in employment growth, past capital gains on private sector financial assets, and strong consumer confidence, household spending continued to grow robustly. Expenditures on furniture, household appliances, clothing and footwear, recreation, and financial services were particularly strong. Demand for housing fell back somewhat, following brisk growth in previous quarters. With a relatively modest gain in real personal disposable income, the personal savings rate declined further to a postwar low of 1.5 per cent.<sup>3</sup> Once again, businesses considerably increased their investment outlays on machinery and equipment. Spending on industrial machinery, computers and other office equipment, telecommunications equipment, and trucks was particularly buoyant. There was also a further rise in non-farm business inventory accumulation, concentrated in the retail and

3. A comprehensive set of historical revisions and concept changes in the System of National Accounts (SNA) has resulted in an upward revision of the personal savings rate in recent years. The revised rate for the second quarter of 1997 is 2.3 per cent compared with 0.9 per cent reported previously.

Real GDP advanced at an annual rate of 4.1 per cent in the third quarter of 1997, following an increase of 5.4 per cent in the previous quarter. Above-potential growth has been recorded on

#### Output and final domestic demand Production et demande intérieure finale

Quarter-over-quarter percentage change, at annual rates  
Variation d'un trimestre à l'autre en taux annuels



## L'ÉVOLUTION ÉCONOMIQUE AU CANADA

### La demande globale, la production et l'emploi

#### *L'économie canadienne a progressé à un taux moyen supérieur à 4 % depuis le milieu de 1996...*

Le PIB réel a augmenté de 4,1 % en taux annuel au troisième trimestre de 1997, contre 5,4 % au trimestre précédent. Depuis le milieu de 1996, la croissance a été en moyenne supérieure au potentiel de production de l'économie. Elle a été alimentée par de nouveaux gains importants au chapitre des dépenses de consommation et des dépenses d'investissement des entreprises, ainsi que par la forte poussée des exportations. Une part sensible de l'accroissement de la demande intérieure a une fois de plus été comblée par les importations.

Les dépenses des ménages ont continué de croître avec vigueur, à la faveur du bas niveau des taux d'intérêt, de l'essor de l'emploi, des gains en capital réalisés sur les avoirs financiers du secteur privé et de la vigueur de la confiance des consommateurs. Les dépenses en meubles, appareils ménagers, vêtements et chaussures, loisirs, et services financiers ont été particulièrement fortes. Après avoir vivement progressé les trimestres précédents, le secteur du logement a accusé un léger recul. Le revenu disponible des particuliers ayant crû de façon plutôt modeste, le taux d'épargne de ces derniers a encore diminué pour s'établir à un creux de 1,5 %, son plus bas niveau depuis la fin de la guerre<sup>3</sup>. Les entreprises ont de nouveau accru considérablement leurs dépenses d'investissement en machines et matériel, notamment au titre des machines industrielles, des ordinateurs, des autres équipements de bureau, des télécommunications et des camions. On a aussi observé une nouvelle accélération du rythme d'accumulation des stocks dans les entreprises non agricoles, surtout dans les secteurs de la

3. Une révision majeure des séries chronologiques et des changements de définition survenus dans le système de comptabilité nationale a entraîné une révision à la hausse du taux d'épargne des particuliers pour les dernières années. Le taux révisé pour le deuxième trimestre de 1997 est de 2,3 % comparativement au chiffre de 0,9 % publié précédemment.

wholesale trade sectors. Government spending on goods and services rose modestly.

The volume of exports increased smartly in the third quarter, underpinned by Canada's strong competitive position and by continued strong U.S. demand, particularly for machinery and equipment. There was also a partial recovery in exports of motor vehicles, following the end of some parts shortages (arising from labour disruptions in the United States) that had affected exports in the second quarter. Exports of other consumer goods were also up considerably, but exports of lumber and pulp and paper fell substantially, mainly reflecting weak demand from Japan and other Asian countries. Despite good overall export performance, the net contribution of the external sector to real GDP growth was strongly negative in the quarter, because of a further surge in the volume of imports. A good part of this surge is explained by the surprising strength in certain import-intensive components of final domestic demand, such as investment in machinery and equipment and consumer durables. Imports of industrial goods and materials and of energy products also rose substantially. The deterioration in the real foreign trade balance, and a small further decline in the terms of trade, resulted in a substantial reduction in the merchandise trade surplus in current dollar terms. Added to an increase in the deficit on investment income, which resulted from a substantial rise in the profits of foreign-owned companies in Canada, this led to a marked widening of the current account deficit (to 3 per cent of GDP).

***... contributing to substantial job creation in the private sector.***

Total employment continued to grow strongly in the second half of 1997, with further gains in private sector jobs more than offsetting losses in public sector employment.

After a pause in September and October, employment growth resumed in the closing months of the year, adding to the substantial increase in full-time jobs recorded through 1997 and to the shift from self-employment towards paid employment. In all, 378,000 jobs were created in the private sector during 1997, while 15,000 jobs were lost in the public sector. Job creation has been especially strong in the goods-producing sector (notably manufacturing) and in some of the service industries. With growth in the labour force slowing in the second half of the year, the unemployment rate fell to 8.6 per cent by December (from 9.7 per cent in December 1996). This is the lowest level since September 1990.

vente au détail et de la vente en gros. Les dépenses publiques en biens et services se sont légèrement redressées.

Le volume des exportations a connu un essor notable au troisième trimestre, à la faveur de la forte position concurrentielle du Canada et de la vigueur continue de la demande américaine, particulièrement en machines et matériel. Les exportations de véhicules automobiles se sont aussi redressées en partie, les pénuries de pièces dues à des arrêts de travail aux États-Unis, qui avaient influé sur le niveau des exportations au deuxième trimestre, ayant pris fin. Les exportations d'autres biens de consommation se sont aussi accrues considérablement, mais celles de bois d'œuvre et de pâte à papier ont nettement reculé, en raison surtout de la demande anémique au Japon et dans les autres pays d'Asie. Malgré la bonne tenue d'ensemble des exportations, la contribution nette du secteur extérieur à la croissance du PIB réel a été fortement négative au troisième trimestre, à cause d'un nouvel essor des importations. Celui-ci s'explique par l'étonnante vigueur de certaines composantes à forte teneur en importations de la demande intérieure finale, comme les investissements en machines et en matériel et les biens durables. Les importations en matières et biens industriels et en produits énergétiques ont aussi beaucoup augmenté. La détérioration du solde des échanges commerciaux en termes réels et une légère baisse additionnelle des termes de l'échange ont entraîné une réduction importante de l'excédent de la balance commerciale en dollars courants. Conjuguée à une aggravation du déficit au titre des revenus de placement, qui résulte de la progression substantielle des bénéfices des entreprises étrangères établies au Canada, cette situation a entraîné une augmentation marquée du déficit du compte courant, qui s'est établi à 3 % du PIB.

***... ce qui a contribué à une forte création d'emplois dans le secteur privé.***

La vive progression du niveau global de l'emploi s'est poursuivie au second semestre de 1997, de nouveaux gains dans le secteur privé compensant largement les pertes subies dans le secteur public. Après avoir marqué le

pas en septembre et octobre, la croissance de l'emploi a repris durant les deux derniers mois de 1997, renforçant la hausse substantielle des emplois à plein temps enregistrée tout au long de 1997 et le retour des travailleurs autonomes vers des emplois à salaire. En tout, 378 000 emplois ont été créés dans le secteur privé en 1997, tandis que 15 000 postes étaient supprimés dans le secteur public. La création d'emplois a été particulièrement robuste dans le secteur de la fabrication de biens (notamment le secteur manufacturier) et dans certains compartiments des services. La croissance de la population active s'étant ralentie au second semestre de l'année, le taux de chômage est passé de 9,7 en décembre 1996 à 8,6 % en décembre 1997. Il s'agit du plus bas taux observé depuis 1990.

Partial information for the fourth quarter of 1997 suggests that the Canadian economy continued to grow at a solid pace. In addition to the substantial gains in full-time employment, indicators of retail and wholesale trade, motor vehicle sales, manufacturing backlogs, and business investment have all been strong. Activity in both the new and resale housing market, however, remains relatively soft. And exports to our Asian trading partners have trended down. As well, the Ontario teachers' strike and the postal disruption restrained output growth in the fourth quarter.<sup>4</sup>

***Prospects for continued expansion and further gains in employment are good, despite the dampening effects of the Asian crisis.***

Taken together, all this suggests that real GDP probably expanded by between 3 and 3 1/2 per cent (at an annual rate) in the fourth quarter—somewhat less than had been anticipated. Moreover, as we look to the first half of 1998, developments in Asia call for a careful reassessment of the Bank's growth projection.

***An assessment of these effects and those of the ice storm in Eastern Canada will be provided in the next semi-annual Monetary Policy Report.***

A full perspective on the repercussions of the Asian situation for growth in 1998, as well as an update on developments in Europe and in the United States, will be provided in the next (May 1998) issue of the *Monetary Policy Report*. By that time, we will have also assessed the effects of the ice storm in Eastern Canada.

Des données partielles pour le quatrième trimestre de 1997 donnent à penser que l'économie canadienne a maintenu son dynamisme. Hors les gains importants au chapitre des emplois à plein temps, les indicateurs des ventes au détail et du commerce de gros, les ventes de véhicules automobiles, les carnets de commande des fabricants et les investissements des entreprises sont tous en hausse. L'activité sur le marché des maisons neuves et celui de la revente demeure toutefois plutôt modeste. De plus, les exportations vers nos partenaires commerciaux asiatiques ont eu tendance à reculer. Par ailleurs, la grève des enseignants ontariens et le conflit de travail aux Postes ont ralenti l'expansion de la production au quatrième trimestre<sup>4</sup>.

***Les perspectives du maintien de l'expansion et de nouveaux gains au chapitre de l'emploi sont bonnes, en dépit des effets modérateurs de la crise asiatique.***

Prises ensemble, ces données laissent croire que le PIB réel a dû augmenter dans une proportion de 3 à 3 1/2 % en taux annuel au quatrième trimestre, soit légèrement moins que ce qui avait été prévu. De plus, compte tenu de la crise survenue en Asie, il y a lieu pour la Banque de réévaluer avec soin ses projections pour la croissance au premier semestre de 1998.

***La prochaine livraison semestrielle du Rapport sur la politique monétaire contiendra une évaluation de ces effets et de ceux de la tempête de verglas survenue dans l'Est du pays.***

Un tableau complet des répercussions que la crise asiatique pourrait avoir sur la croissance en 1998 ainsi qu'une mise à jour de l'évolution de la situation économique en Europe et aux États-Unis seront fournis dans la livraison de mai 1998 du *Rapport sur la politique monétaire*. Nous aurons également à ce moment-là évalué les effets de la tempête de verglas survenue dans l'Est du Canada.

4. The combined effect of these two labour disputes is expected to reduce the growth of production in the fourth quarter by about 0.8 percentage points at an annual rate.

4. On prévoit que l'effet conjugué de ces deux conflits de travail aura amputé la croissance de la production au quatrième trimestre de 0,8 point de pourcentage en taux annuel.

## Regional developments

Alberta and Ontario are expected to have experienced the strongest economic growth in 1997, surpassing the national average. Manitoba and Saskatchewan, which led the expansion in 1996, continued to perform well, and the Quebec economy picked up in 1997. All three are expected to have expanded at rates close to the national average. In British Columbia and the Atlantic provinces, the economic expansion was more modest. Prospects for sustained growth are generally good across the regions, although there are some concerns about the potential impact of developments in Asia on certain provinces and industries, primarily those on the west coast.

*British Columbia* continues to be affected by unfavourable developments in the natural resource industries, in particular the decline in prices and demand for lumber, coal, and base metals. Given the importance of these products to the provincial economy and the high share of B.C. exports going to Asia, the problems there have added to concerns about the short-term economic outlook in British Columbia. Tourism remains relatively strong, despite a decline in the number of Asian and European visitors. Following strong gains in 1996, employment growth was weak in 1997 as a result of rationalization in the public sector and losses in the pulp and paper, retail, and financial services sectors. The volume of retail sales, while volatile, is up modestly from year-earlier levels, but employment uncertainty could affect consumer confidence. Despite a recent surge in multiple-unit projects, activity in the housing sector remains somewhat sluggish.

Across the Prairies, the economic picture remains one of considerable strength, despite adverse developments in the agricultural sector. *Alberta* is expected to turn in one of the best provincial performances in 1997. The boost to robust growth of over 4 per cent has been provided

## L'évolution économique régionale

On estime que l'Alberta et l'Ontario seront les deux provinces où l'expansion économique aura été la plus rapide en 1997, dépassant la moyenne nationale. Le Manitoba et la Saskatchewan, à la tête du peloton en 1996, ont de nouveau affiché une bonne tenue l'an dernier et, au Québec, l'activité s'est accélérée. Dans ces trois provinces, le rythme de l'expansion pour 1997 devrait se situer assez près de la moyenne nationale. La croissance a été plus modeste en Colombie-Britannique et dans les provinces de l'Atlantique. Les perspectives d'une croissance soutenue sont bonnes en général dans les diverses régions, mais on s'inquiète un peu de l'incidence que pourrait avoir la crise asiatique sur certaines provinces et certaines branches d'activité, en particulier sur la côte ouest.

La *Colombie-Britannique* continue de se ressentir de l'évolution défavorable observée dans le secteur des ressources naturelles, en particulier la baisse des cours et de la demande de bois d'oeuvre, de charbon et de métaux communs. Compte tenu du rôle important que jouent ces produits dans l'économie de la Colombie-Britannique et du fait qu'une part importante des exportations de cette dernière est destinée à l'Asie, les problèmes survenus dans cette partie du globe ont aggravé les inquiétudes entourant les perspectives économiques à court terme de la province. L'industrie touristique y reste relativement dynamique, malgré un fléchissement du

nombre de visiteurs en provenance d'Asie et d'Europe. Après avoir enregistré des gains importants en 1996, l'emploi a peu progressé en 1997 en raison de la rationalisation dans le secteur public et de pertes d'emplois dans les secteurs des pâtes et papier, du commerce de détail et des services financiers. Les ventes au détail, bien que volatiles, ont légèrement progressé par rapport au niveau auquel elles se situaient un an auparavant, mais l'incertitude entourant l'emploi pourrait ébranler la confiance des consommateurs. Malgré le bond observé récemment dans la construction d'immeubles à logements multiples, le marché du logement reste plutôt atone.

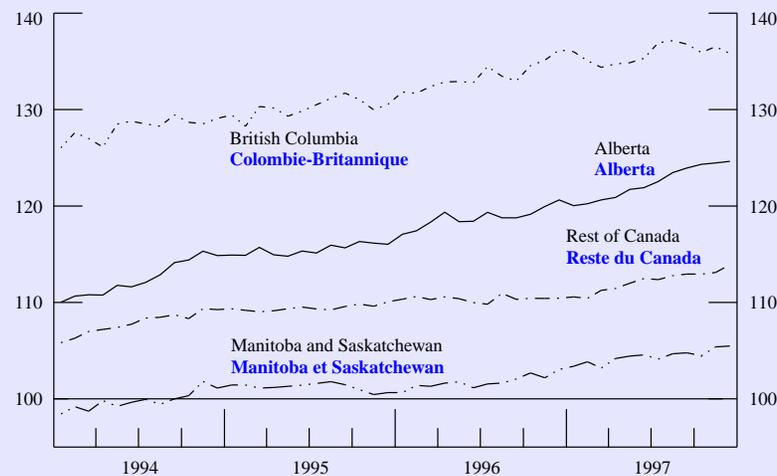
La situation économique des provinces des Prairies continue

### Regional employment

#### Évolution régionale de l'emploi

Number of people employed, seasonally adjusted, 1986 = 100

Nombre de personnes ayant un emploi, données désaisonnalisées, 1986 = 100



primarily by rapidly rising investments in the energy sector (related to pipeline construction, oil sands development, heavy oil projects, and petrochemicals), helping to mitigate the effects of lower energy prices. Investment in the high-tech and manufacturing industries has also been growing smartly. Continued healthy employment growth has kept the unemployment rate below 6 per cent since May 1997—the lowest in the country—fuelling consumer spending and the demand for housing. Economic growth in *Manitoba* accelerated in 1997. This occurred despite a substantial decline in agricultural production from the previous year's bumper crop, lower grain prices, and the Red River flood last spring (whose negative impact on agriculture has been outweighed by reconstruction activity). Although growth has been broadly based, the strength in the manufacturing sector—which has benefited from significant diversification in recent years—is especially noteworthy, given recent plant expansions and the ongoing focus on exports. Employment has risen strongly over the past year, and the unemployment rate had fallen to 6.0 per cent by December. Consumer spending was very strong through 1996 and the early part of 1997, rising more moderately since then. Activity in the housing sector has been maintained at high levels, partly as a result of rebuilding following the flood. After leading all Canadian provinces in 1996, *Saskatchewan's* economy has expanded more moderately in 1997, partly reflecting a return to more normal crop yields and lower prices for grains and crude oil. Record drilling activity in the oil and gas sectors and strong manufacturing shipments have supported the economic expansion. With substantial employment gains, household demand remains healthy. Growth in retail sales continues to outperform the Canadian average, and the strength of the housing sector over the last two years is expected to carry on into 1998.

In central Canada, the pace of economic expansion accelerated in 1997. The pickup in Ontario was much stronger than in Quebec, placing that province, together with Alberta, at the top of the economic rankings for 1997. The near-term outlook for central Canada remains positive. Output growth in *Ontario* has been broadly based across industry sectors and has contributed to strong gains in private sector employment. Indeed, job creation in Ontario has accounted for over half of the gains in all of Canada over the past year. Partly as a result, household demand for consumer goods (in particular automobiles, furniture, and personal computers) and for housing has been growing robustly. Another modest reduction in personal income taxes as of January 1998 will likely further encourage household

d'être caractérisée par une vigueur considérable, en dépit de certains facteurs défavorables dans le secteur agricole. *L'Alberta* devrait afficher l'une des meilleures tenues économiques au pays pour 1997. La forte croissance de plus de 4 % qu'elle aurait enregistrée a été alimentée principalement par le vif essor des investissements dans le secteur énergétique (liés à la construction d'un pipeline, à l'exploitation des sables bitumineux ainsi qu'à des projets dans l'industrie du pétrole lourd et l'industrie pétrochimique), qui a contribué à atténuer les effets de la baisse des cours des produits énergétiques. Les investissements dans les industries de pointe et les entreprises manufacturières ont aussi progressé de façon appréciable. Le dynamisme du marché albertain de l'emploi a maintenu depuis mai 1997 le taux de chômage sous les 6 %, soit le plus bas niveau au pays, ce qui a stimulé les dépenses de consommation et étayé la forte demande de logements. L'expansion de l'économie du *Manitoba* s'est accélérée en 1997, et ce, malgré une nette diminution de la production agricole par rapport aux récoltes exceptionnelles de 1996, le repli du prix des grains et les crues de la rivière Rouge au printemps (dont les répercussions négatives pour l'agriculture ont été amplement contrebalancées par les retombées des travaux de reconstruction). La progression a touché toutes les branches d'activité, mais le secteur manufacturier — qui s'est beaucoup diversifié ces dernières années — a été particulièrement dynamique, grâce à l'agrandissement récent de certaines usines et à l'accent qui continue d'être mis sur les exportations. L'emploi s'est fortement accru dans cette province au cours des douze derniers mois, et le taux de chômage était tombé à 6 % en décembre. La progression des dépenses de consommation a été très ferme tout au long de 1996 et durant les premiers mois de 1997, mais elle s'est modérée depuis lors. L'activité dans le secteur du logement est demeurée très vive, en partie sous l'effet des travaux de reconstruction entrepris à la suite des inondations. Après avoir affiché le meilleur taux de croissance au pays en 1996, l'économie de la *Saskatchewan* a progressé à un rythme plus modéré en 1997, ce qui est attribuable en partie au retour des récoltes à des niveaux plus normaux et à la baisse des prix des grains et du pétrole brut. L'expansion a été soutenue par le niveau record de l'activité de forage et par le dynamisme des expéditions de biens manufacturés. La demande des ménages reste robuste grâce à des gains sensibles au chapitre de l'emploi. La croissance des ventes au détail continue de surpasser la moyenne canadienne, et le dynamisme affiché par le secteur du logement au cours des deux dernières années semble devoir se poursuivre en 1998.

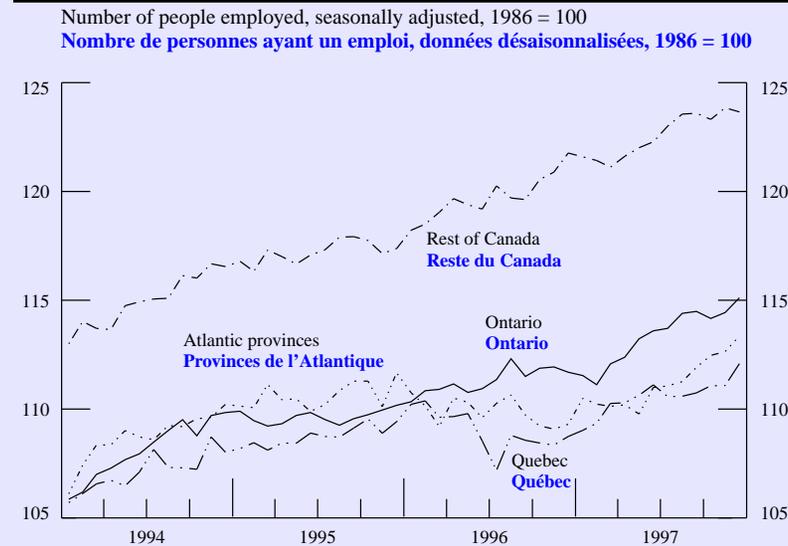
Dans le centre du pays, le rythme de l'expansion économique s'est accéléré au cours des douze derniers mois. L'essor a été beaucoup plus marqué en Ontario qu'au Québec, l'économie ontarienne affichant, avec celle de l'Alberta, la meilleure tenue en 1997. Les perspectives à court terme pour la région demeurent favorables. En *Ontario*, la production s'est accrue dans toutes les branches d'activité, ce qui a contribué à l'augmentation de l'emploi dans le secteur privé. De fait, cette province

demand. Business investment in machinery and equipment has also been rising rapidly, supported by strong corporate profits and favourable financing conditions. Non-residential construction, however, remains sluggish. The more moderate economic recovery in *Quebec* has been driven largely by rising household demand. Despite the downsizing in the province's public service, significant gains in private sector employment have been supporting strong growth in retail sales. The housing market has improved, but there is some concern that the increase in the Quebec sales tax as of January 1998 could dampen housing starts. Business investment in machinery and equipment (primarily to increase productivity)

remains on a slightly upward trend. However, spending on non-residential construction continues to be weak, partly reflecting cutbacks in public sector investment.

Economic activity in *Atlantic Canada* has picked up heading into 1998, as the region emerges from the slowdown associated with fiscal retrenchment and the completion of the construction of the Hibernia and Confederation Bridge megaprojects. Aggregate growth for 1997, while up somewhat from the year before, is expected to have remained well below the national average. Nova Scotia and New Brunswick experienced only moderate economic expansion, and growth in Prince Edward Island and Newfoundland was rather anemic. The pace of economic activity is expected to accelerate in all four provinces in 1998, especially in Newfoundland with the start of the production phase of Hibernia. Employment in Atlantic Canada has advanced steadily since last spring and is up by about 4 per cent from year-earlier levels. This and lower taxes—reflecting income tax cuts in Nova Scotia and New Brunswick as well as the general decline in consumption taxes with the introduction of the harmonized sales taxes (HST) last April—have been supporting moderate but volatile growth

### Regional employment Évolution régionale de l'emploi



a obtenu plus de la moitié des emplois créés l'an dernier dans l'ensemble du pays. En partie à la faveur de cette situation, la demande des ménages en biens de consommation (en particulier les voitures, les meubles et les micro-ordinateurs) et en logements a progressé vigoureusement. Elle sera probablement stimulée davantage par une nouvelle réduction des impôts sur le revenu des particuliers entrant en vigueur en janvier 1998. Les investissements des entreprises en machines et matériel ont aussi augmenté rapidement, soutenus en cela par les importants bénéfices des sociétés et par des modalités de financement avantageuses. En revanche, le secteur de la construction non résidentielle demeure atone. La croissance plus

modérée observée au *Québec* a eu pour principal moteur l'essor de la demande des ménages. Malgré les compressions effectuées dans la fonction publique, les gains notables de l'emploi dans le secteur privé ont soutenu la croissance des ventes au détail, qui a été vive. Le marché du logement s'est redressé, mais on craint que la hausse de la taxe de vente provinciale, qui entre en vigueur en janvier 1998, ne ralentisse la progression des mises en chantier. Les investissements des entreprises en machines et matériel (en vue surtout d'améliorer la productivité) continuent de s'inscrire en légère hausse, mais les dépenses au titre de la construction non résidentielle demeurent faibles, ce qui s'explique en partie par les réductions des investissements du secteur public.

L'activité économique des *provinces de l'Atlantique* s'est raffermie au tournant de l'année, après avoir été freinée par les mesures d'austérité budgétaire et la fin des grands travaux de construction relatifs à la plate-forme Hibernia et au pont de la Confédération. Bien qu'elle se soit légèrement accélérée par rapport à l'année précédente, la croissance globale pour 1997 devrait rester nettement inférieure à la moyenne nationale. L'expansion de l'activité a été modérée en Nouvelle-Écosse et au Nouveau-Brunswick, et plutôt anémique à l'Île-du-Prince-Édouard et à Terre-Neuve. L'activité devrait gagner en vigueur dans chacune de ces provinces au cours de 1998, principalement à Terre-Neuve, avec la mise en service de la plate-forme

in consumer spending. Another reduction in New Brunswick's income taxes planned for this year should benefit consumption. Housing starts rose sharply through late 1996 and the first part of 1997, in anticipation of the implementation of the HST in April. Housing starts were also boosted by a sales tax rebate on new home purchases in Nova Scotia, which ended in March 1997. Although they have since fallen back, housing starts will likely show good growth for 1997 as a whole over 1996. Private and public investment has been the main force behind economic activity in Newfoundland and Nova Scotia. These two provinces are expected to record some of the highest investment growth rates in Canada in 1997, led by investments in mining and transportation and by the large Stora-Forest paper mill project in Nova Scotia. In contrast, investment in the other two provinces is expected to have fallen. A number of large-scale projects should continue to boost investment in 1998. These include the development of the Terra-Nova offshore oil field in Newfoundland, highway construction in New Brunswick, and implementation of the Sable Island natural gas project in Nova Scotia.

Hibernia. L'emploi dans la région a augmenté de façon régulière depuis le printemps, sa progression sur douze mois dépassant les 4 %. L'amélioration de l'emploi et les réductions d'impôt attribuables aux baisses de l'impôt sur le revenu en Nouvelle-Écosse et au Nouveau-Brunswick de même qu'à la diminution générale des taxes à la consommation consécutive à l'harmonisation des taxes de vente en avril ont permis aux dépenses de consommation, même si elles restent volatiles, d'enregistrer une croissance modérée. Une nouvelle réduction de l'impôt sur le revenu est prévue pour cette année au Nouveau-Brunswick, ce qui devrait favoriser les dépenses de consommation. Les mises en chantier ont grimpé fin 1996 et début 1997, en prévision de l'entrée en vigueur, en avril, de la taxe de vente harmonisée; en Nouvelle-Écosse, elles ont aussi été stimulées par un programme de remise de la taxe de vente à l'achat d'une maison neuve, lequel prenait fin en mars 1997. Même si elles ont chuté depuis, les mises en chantier pour l'ensemble de 1997 devraient afficher une solide vigueur par rapport à 1996. Les investissements publics et privés constituent le principal moteur de l'activité économique à Terre-Neuve et en Nouvelle-Écosse. La croissance des investissements dans ces deux provinces devrait être l'une des plus fortes au pays en 1997, en particulier dans le secteur minier et celui des transports ainsi que dans le cadre du projet d'agrandissement de l'usine de papier Stora-Forest, en Nouvelle-Écosse. En revanche, les investissements devraient avoir baissé dans les deux autres provinces de la région. La croissance des investissements devrait continuer d'être alimentée en 1998 par divers projets de grande envergure, notamment la mise en valeur du champ pétrolifère Terra-Nova, à Terre-Neuve, la construction d'une autoroute au Nouveau-Brunswick et la mise en oeuvre du projet d'exploitation d'un gisement de gaz naturel à l'île de Sable, en Nouvelle-Écosse.

## Prices and costs

Core CPI inflation (measured by the 12-month rate of increase in the CPI excluding food, energy, and the effect of changes in indirect taxes) fell from an average of 1.6 per cent in the first 10 months of 1997 to 0.9 per cent in November, just below the Bank's inflation-control target range of 1 to 3 per cent. The 12-month rate of increase in the total CPI measure was also 0.9 per cent in November, having averaged 1.8 per cent through the first 10 months of the year.

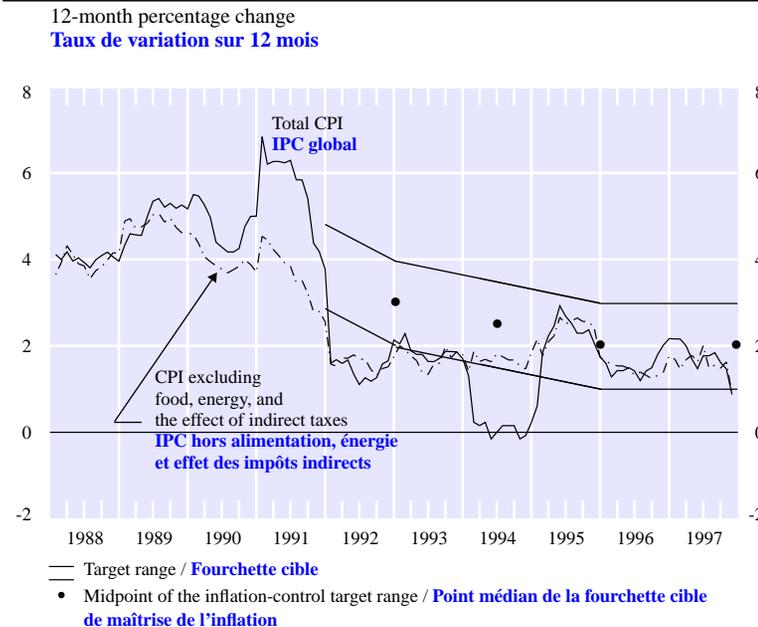
The larger-than-expected decline in inflation in November reflected both transient and more persistent factors. The main temporary influences exerting downward pressure on prices were a significant decline in cablevision rates, as part of a limited-time promotion, and an earlier-than-expected seasonal reduction in hotel rates. These factors are expected to unwind in the early part of 1998. Nevertheless, the lower-than-expected increases in motor vehicle prices for the 1998 model year and the reductions in the prices of semi-durables (for example, clothing and household textiles) in November point to intense competition in the retail sector, which is expected to persist.

Other measures of trend inflation, such as the recently introduced CPIX and CPIW,<sup>5</sup> have been following a path similar to that of core inflation in recent

5. For details refer to the November 1997 issue of the *Monetary Policy Report* (Technical Box 1).

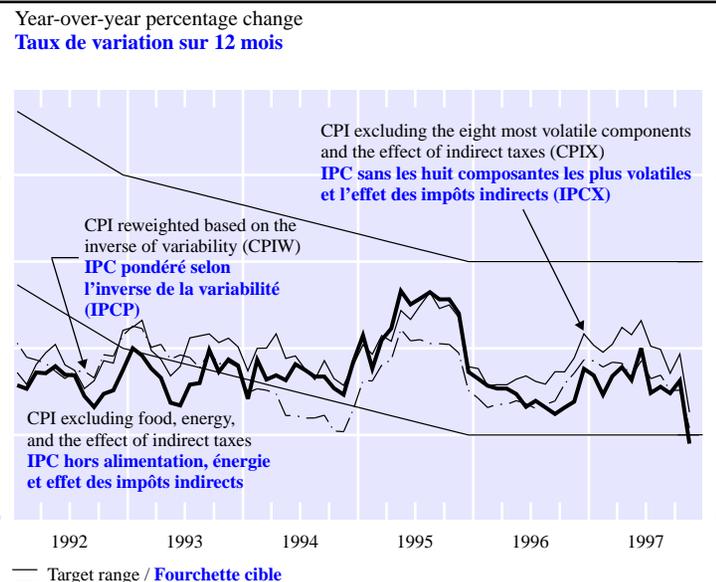
### Consumer price index

#### Indice des prix à la consommation



### The core CPI and statistical measures of the trend inflation rate

#### Indice de référence et autres mesures de l'inflation tendancielle



## Les prix et les coûts

L'inflation mesurée par l'indice de référence (le taux d'accroissement sur douze mois de l'IPC hors alimentation, énergie et effet des modifications d'impôts indirects), qui s'est établie en moyenne à 1,6 % au cours des dix premiers mois de 1997, est tombée à 0,9 % en novembre, soit tout juste en deçà de la fourchette de maîtrise de l'inflation visée par la Banque, qui va de 1 à 3 %. Le taux de croissance sur douze mois de l'IPC global est aussi descendu à 0,9 % en novembre, après s'être situé en moyenne à 1,8 % pendant les dix premiers mois de l'année.

Le ralentissement plus marqué que prévu de l'inflation en novembre tenait à plusieurs facteurs, dont certains transitoires, et d'autres, plus durables. Parmi les premiers, il convient de mentionner un recul notable des tarifs de câblodistribution dans le cadre d'une promotion offerte pour une période limitée et l'application hâtive de la réduction saisonnière des tarifs hôteliers. L'incidence de ces facteurs devrait se résorber au début de 1998. Toutefois, le fait que les prix des véhicules automobiles modèle 1998 aient augmenté moins qu'on ne s'y attendait et que ceux des biens semi-durables aient fléchi en novembre (notamment dans les compartiments de l'habillement et du textile de maison) témoigne d'une vive concurrence dans le secteur de la vente au détail, laquelle devrait se poursuivre.

D'autres mesures de l'inflation tendancielle, comme les mesures IPCX et IPCP<sup>5</sup> adoptées récemment, ont connu

5. Pour plus de renseignements, consulter la livraison de novembre 1997 du *Rapport sur la politique monétaire* (Note technique n° 1).

months. While they have both declined, they have remained within the target range. In November, they were at 1.3 per cent and 1.1 per cent, respectively.

***The core rate of inflation will likely be somewhat lower than previously expected through most of 1998, but still within the target range.***

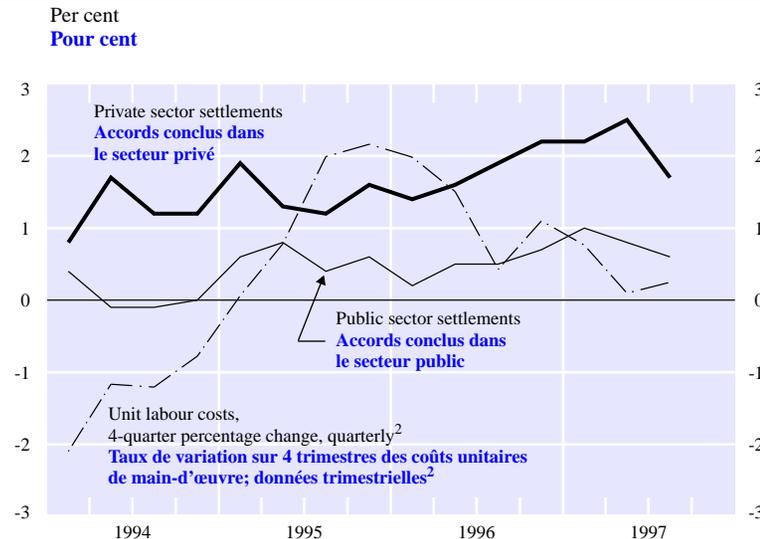
It is expected that both the total and the core CPI will move back inside the target range in the early part of 1998, once the effect of the temporary factors mentioned above is reversed.<sup>6</sup> However, the more persistent factors, such as excess capacity and strong competitive forces (including the implications of developments in Asia), will work to keep inflation somewhat lower than previously expected through most of 1998.

Subdued inflation is also buttressed by the absence of wage and cost pressures. Wages, the largest component of total costs, continue to rise at a moderate pace. Annual wage settlements in the unionized private sector averaged 2.2 per cent in the first 10 months of 1997, only marginally higher than in the second half of 1996. Still influenced by restraint measures, wage settlements in the public sector averaged 1 per cent

6. It is estimated that the January 1998 increase in the Quebec sales tax (to 7.5 per cent from 6.5 per cent) will raise the monthly rate of increase in total CPI for January by 0.15 percentage points.

### Wage settlements<sup>1</sup> and unit labour costs

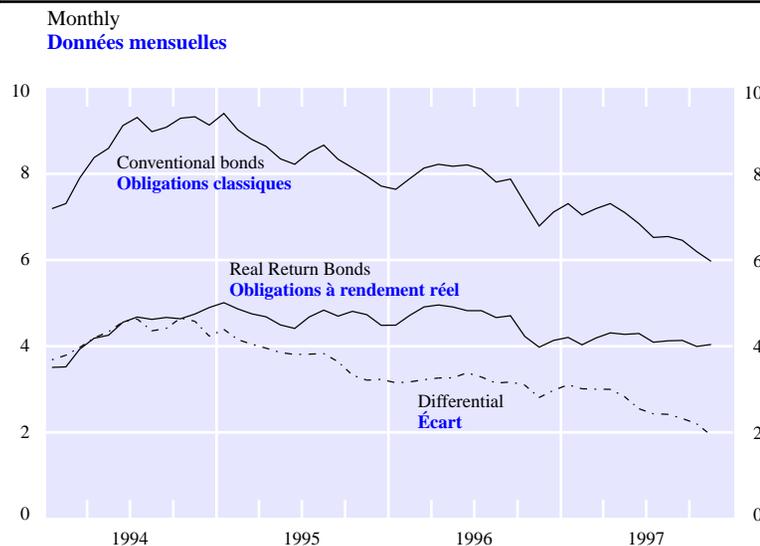
#### Accords salariaux<sup>1</sup> et coûts unitaires de main-d'œuvre



1. Effective annual increase in base wage rates for newly negotiated settlements / Augmentation annuelle effective du taux de rémunération de base pour les accords nouvellement conclus
2. Ratio of total labour income to real GDP / Ratio du revenu total du travail au PIB réel

### 30-year bond yields

#### Taux de rendement des obligations à 30 ans



une évolution similaire à celle de l'indice de référence ces derniers mois. Mais si elles ont toutes deux accusé un recul, elles sont néanmoins demeurées à l'intérieur de la fourchette cible en novembre, s'établissant respectivement à 1,3 et 1,1 %.

***L'inflation mesurée par l'indice de référence sera probablement un peu plus faible pendant la majeure partie de 1998 qu'on ne l'avait prévu, mais s'établira quand même à l'intérieur de la fourchette cible.***

On s'attend à ce que la croissance de l'IPC global et de l'indice de référence se rétablisse dans les limites de la fourchette cible durant les premiers mois de 1998, une fois que les effets des facteurs temporaires mentionnés précédemment se seront estompés<sup>6</sup>. Cependant, les facteurs dont l'effet est le plus durable, à savoir par exemple la capacité excédentaire et la vivacité de la concurrence (y compris les événements survenus en Asie) contribueront à maintenir l'inflation à un niveau inférieur aux prévisions antérieures durant la majeure partie de 1998.

L'absence de pressions sur les salaires et les coûts a aussi contribué à la faiblesse de l'inflation. Les salaires, qui sont la principale composante des coûts globaux, continuent de progresser à un rythme modéré. Les augmentations annuelles accordées aux

6. On estime que le relèvement, en janvier 1998, de la taxe de vente du Québec (qui passe de 6,5 à 7,5 %) se traduira par une augmentation de la hausse mensuelle de l'IPC global pour janvier de 0,15 point de pourcentage.

over the same period. Moreover, a pickup in productivity growth in the context of robust economic expansion has helped to keep increases in unit labour costs very low.

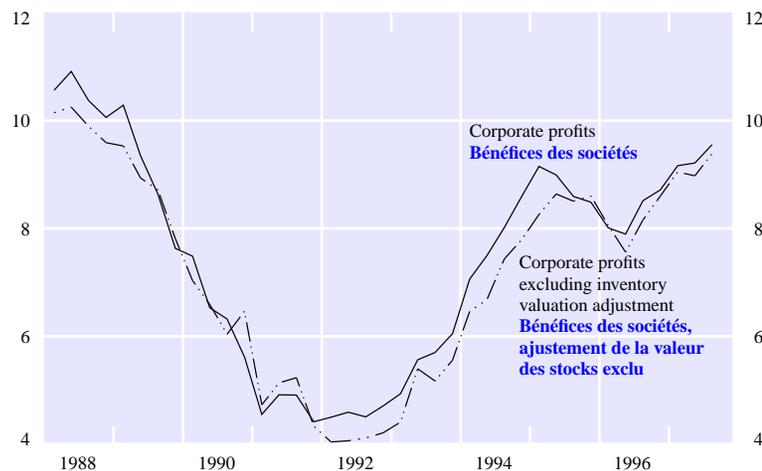
Other broad measures of inflation present a similar picture. The year-over-year rate of increase in the fixed-weight gross domestic product (GDP) deflator fell to under 1 per cent in the middle quarters of 1997, down from 1.7 per cent in the first quarter, partly because of a decline in the terms of trade. The rate of increase in the chain price index for GDP—a measure of price changes adjusted for shifts in the composition of spending—was also down to about 1 per cent in the latest two quarters on a year-over-year basis, from about 2 per cent in early 1997.

Longer-term inflation expectations have also declined, as indicated by recent surveys of business forecasters and by the narrowing of the spread between yields on conventional long-term government bonds and Real Return Bonds.

With the stronger economic expansion, corporate profits continued to rise considerably in the third quarter. The share of profits in nominal GDP rose to 9.6 per cent from 9.2 per cent in the preceding quarter.

### Corporate profits Bénéfices des sociétés

As a percentage of nominal GDP, quarterly  
En pourcentage du PIB nominal, données trimestrielles



employés syndiqués du secteur privé se sont chiffrées en moyenne à 2,2 % au cours des dix premiers mois de 1997, ce qui ne représente qu'une légère hausse par rapport au second semestre de 1996. Les accords salariaux conclus au cours de la même période dans le secteur public prévoyaient des hausses annuelles moyennes de 1 %, les mesures d'austérité budgétaire faisant toujours sentir leurs effets. Par ailleurs, grâce à la relance de la productivité qui s'est opérée dans un contexte d'expansion économique robuste, l'augmentation des coûts unitaires de main-d'œuvre est demeurée très modeste.

D'autres grandes mesures de l'inflation font état d'une évolution similaire. En glissement annuel, la hausse de l'indice implicite des prix à

pondération fixe du produit intérieur brut (PIB), qui était de 1,7 % au premier trimestre de 1997, est tombé en deçà de 1 % au cours des deuxième et troisième trimestres, en partie à cause d'une détérioration des termes de l'échange. Le taux d'accroissement sur quatre trimestres de l'indice de prix en chaîne du PIB, qui mesure les variations des prix en tenant compte des modifications de la composition de la dépense, a également baissé, passant de 2 % environ au début de 1997 à 1 % au cours des deux derniers trimestres.

Le taux d'inflation attendu à long terme a aussi reculé, comme en témoignent les enquêtes récentes d'organismes de prévision et le rétrécissement de l'écart entre les rendements des obligations à long terme classiques et ceux des obligations à rendement réel du gouvernement.

À la faveur du raffermissement de l'expansion économique, les bénéfices des sociétés se sont vivement accrus au troisième trimestre. La part des bénéfices dans le PIB nominal est montée à 9,6 %, contre 9,2 % le trimestre précédent.

## CANADIAN FINANCIAL MARKET DEVELOPMENTS AND MONETARY POLICY OPERATIONS

### Monetary and credit developments

*The recent evolution of narrow money, M1, is consistent with a scenario of continued economic expansion and low inflation.*

The growth of M1 (the measure of money used for transactions) has started to moderate recently, following unsustainably rapid expansion in the first half of 1997 partly associated with the adjustment of money balances to low interest rates and with the offer

of more competitive rates on current accounts. This slower pace is more consistent with inflation staying in the target range, while still pointing to solid economic expansion in the period ahead.

*The traditional broad monetary aggregates are not currently a reliable indicator of future inflation because of strong portfolio shifts into mutual funds.*

The 12-month rate of growth in M2+ (the traditional measure of broad money, which includes only money market mutual funds), has continued to slow and is now negative. Under normal circumstances, this would be taken as an indication of the absence of inflationary pressures. In recent

years, however, a growing number of deposit-holders have been shifting into higher-yield mutual funds, most of which are outside the M2+ aggregate. An adjusted M2+ measure takes account of such shifts within financial institutions that issue deposits or deposit-like instruments. Investors have also been switching from deposits to mutual funds other than those sponsored by such institutions, however. M2++ is an alternative measure incorporating all mutual funds. Year-over-year growth in adjusted M2+ and in M2++, while also decelerating, was on average around 2.5 per cent and 7.5 per cent, respectively, in the three months to October 1997. Because of the disparate behaviour of these three aggregates, it is difficult, at present, to draw any useful inferences about inflation. The Bank is examining the behaviour of these and other measures of broad money to see which ones have a more reliable relationship with near-term inflation.

## L'ÉVOLUTION DES MARCHÉS FINANCIERS AU CANADA ET LES MESURES DE POLITIQUE MONÉTAIRE

### L'évolution de la masse monétaire et du crédit

*L'évolution récente de M1, l'agrégat monétaire au sens étroit, est compatible avec la poursuite de l'expansion économique et une faible inflation.*

La croissance de M1 (la mesure de la monnaie utilisée pour régler les transactions) a commencé à décélérer dernièrement, après avoir progressé au premier semestre de 1997 à un rythme insoutenable attribuable en partie à l'ajustement des encaisses de transaction aux faibles taux d'intérêt et à l'octroi de taux plus compétitifs sur les

comptes courants. Ce rythme plus lent est davantage compatible avec le maintien du taux d'inflation à l'intérieur de la fourchette cible, tout en laissant présager une solide expansion économique dans les mois à venir.

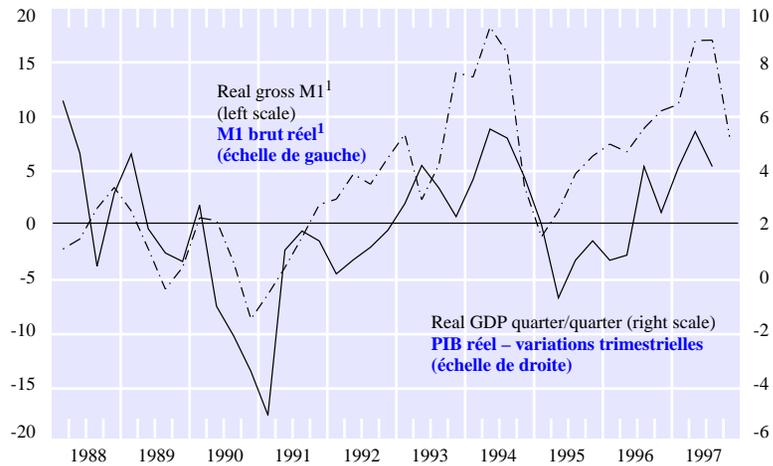
*Les agrégats monétaires au sens large ne constituent pas actuellement un indicateur fiable de l'inflation future compte tenu des importants déplacements de capitaux vers les fonds mutuels.*

Le taux d'accroissement sur douze mois de M2+ (la mesure traditionnelle de la monnaie au sens large qui n'englobe les fonds mutuels que du marché monétaire) a continué de se replier et est maintenant négatif. Dans des circonstances normales, ce repli indiquerait l'absence de pressions inflationnistes. Ces dernières années, toutefois, un nombre croissant de titulaires

de dépôts ont transféré leurs économies dans des fonds mutuels assortis d'un rendement plus élevé qui, pour la plupart, ne sont pas compris dans M2+. Une mesure de M2+ corrigé tient compte des déplacements de fonds de cette nature dans les institutions financières qui offrent des dépôts ou des instruments assimilables aux dépôts. Mais les investisseurs ont aussi converti des dépôts en fonds mutuels gérés par des institutions autres que des établissements de dépôt. M2++ est une mesure de l'expansion monétaire qui englobe la totalité des fonds mutuels. Les taux de croissance en glissement annuel de M2+ corrigé et de M2++, bien qu'ils aient fléchi aussi, ont oscillé en moyenne autour de 2,5 et de 7,5 % respectivement au cours de la période de trois mois terminée en octobre 1997. Étant donné le comportement contrasté de ces trois agrégats, il est difficile à l'heure actuelle de tirer des conclusions utiles au sujet de l'inflation. La Banque examine le comportement de ces différentes mesures de la masse monétaire au sens large pour établir lesquelles entretiennent avec l'inflation une relation plus fiable.

## Real GDP growth and growth of real gross M1 Taux de croissance du PIB réel et de M1 brut réel

Annual rates  
Taux annuels

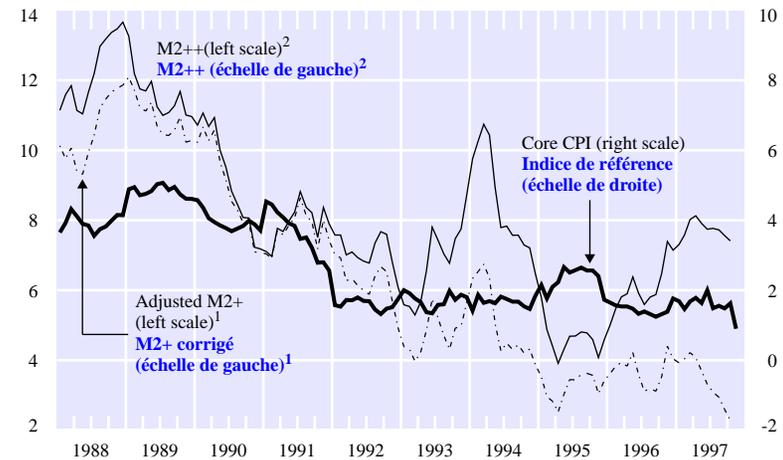


1. Two-quarter moving average of growth in gross M1 (deflated by the consumer price index), one quarter earlier

1. Moyenne mobile sur deux trimestres du taux de croissance de M1 brut (corrige par l'indice des prix à la consommation); chiffres du trimestre précédant le trimestre considéré

## Core inflation and broad money growth Taux d'inflation selon l'indice de référence et taux de croissance de la monnaie au sens large

Year-over-year percentage change  
En glissement annuel



1. Adjusted M2+ adds CSBs and mutual funds sponsored by certain financial institutions to M2+.

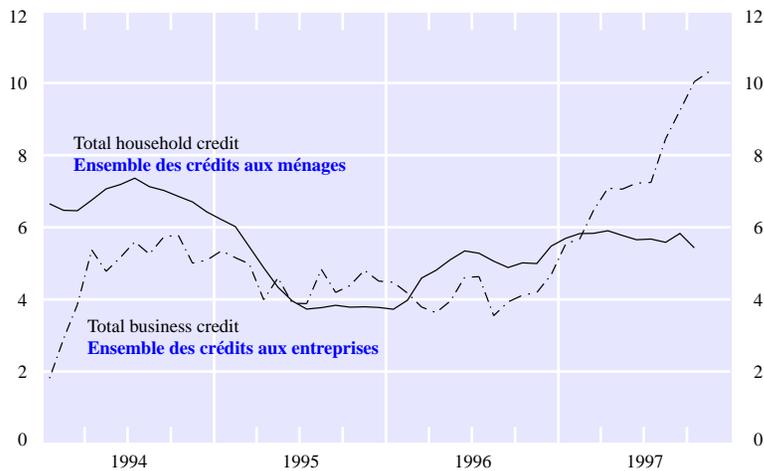
2. M2++ adds CSBs and all mutual funds to M2+.

1. M2+ corrigé correspond à M2+ majoré des obligations d'épargne du Canada et des fonds mutuels offerts par certaines institutions financières.

2. M2++ correspond à M2+ majoré des obligations d'épargne du Canada et de tous les fonds mutuels.

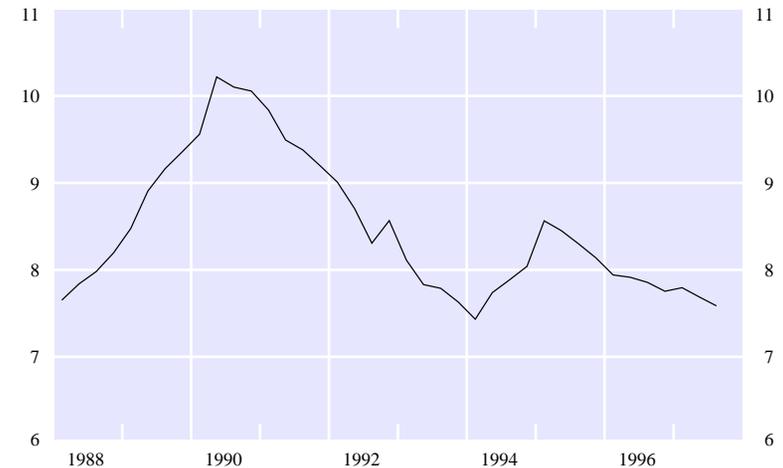
## Credit aggregates Agrégats du crédit

12-month percentage change  
Taux de variation sur 12 mois



## Estimated household debt service Données estimatives du service de la dette des ménages

As a percentage of personal disposable income, quarterly  
En pourcentage du revenu disponible des ménages, données trimestrielles



The recent growth of business and household credit provides further evidence of continuing strong economic activity. Total business credit has been rising very rapidly since mid-1997. Growth has been especially robust for short-term credit, suggesting that firms may be building up inventories. But long-term credit has also been strong, consistent with the continuing buoyancy of investment in machinery and equipment.

The Bank's measure of total household credit slowed recently, since consumer credit data have been affected by securitization activity at several banks.<sup>7</sup> Adjusting for this factor, growth in consumer credit remains consistent with expectations of ongoing strong demand for consumer durables. The more moderate growth in the residential mortgage credit measure (which may also have been affected by securitization) is close to its average for the 1990s, as is the level of housing starts. With personal disposable income rising modestly in the third quarter, the ratio of outstanding household debt to disposable income continued to rise. Lower interest rates, however, have contributed to a further reduction of the estimated ratio of interest rate payments to disposable income—the debt-service ratio—to 7.6 per cent, compared with a peak of 10.2 per cent in early 1990.

## Monetary conditions and policy operations

***With the economy gathering momentum, the Bank sought to moderate the exceptional degree of monetary stimulus ...***

As discussed in the last *Monetary Policy Report*, in the six months through to mid-November 1997, with the economy gathering momentum and absorbing unused capacity, the Bank sought some moderation in the high degree of monetary stimulus that had been called for earlier to counter the effects of fiscal contraction. After a 25-basis-point increase in the Bank Rate in late June to offset further monetary easing stemming from weakness in the exchange rate, the Bank Rate was raised by a further 25 basis points on 1 October—to 3 3/4 per cent. This action

7. Data collection on personal loans focusses on assets held by financial institutions. It does not capture loans sold to non-financial entities.

La hausse récente des crédits accordés aux entreprises et aux ménages est un autre signe que l'activité économique continue d'être vigoureuse. L'ensemble des crédits aux entreprises progresse à une cadence très rapide depuis le milieu de 1997. L'essor des crédits à court terme a été particulièrement robuste, ce qui donne à penser que les entreprises procéderaient à un accroissement de leurs stocks. Par ailleurs, la croissance également forte des crédits à long terme cadre avec la vigueur soutenue des investissements en machines et matériel.

La mesure de l'ensemble des crédits aux ménages utilisée par la Banque s'est ralentie récemment, les données relatives aux crédits à la consommation ayant été altérées par les activités de titrisation au sein de plusieurs banques<sup>7</sup>. Si l'on tient compte de ce facteur, la progression qu'ont connue les crédits à la consommation demeure compatible avec le maintien attendu d'une demande vigoureuse de biens de consommation durables. La croissance du crédit hypothécaire à l'habitation (cette mesure pourrait aussi avoir été faussée par les opérations de titrisation) a fléchi pour se rapprocher du taux moyen enregistré durant les années 90; il en va de même du niveau des mises en chantier. Le revenu disponible des particuliers n'ayant augmenté que légèrement au troisième trimestre, le ratio d'endettement des ménages a continué de croître. La faiblesse des taux d'intérêt a cependant contribué à réduire encore davantage le ratio estimatif des paiements d'intérêts au revenu disponible (ratio du service de la dette), lequel s'est établi à 7,6 %, par rapport au sommet de 10,2 % atteint au début de 1990.

## Les conditions monétaires et les mesures de politique monétaire

***Devant l'essor de l'activité économique, la Banque s'est efforcée de modérer les conditions monétaires exceptionnellement expansionnistes...***

Comme il est mentionné dans la dernière livraison du *Rapport sur la politique monétaire*, devant l'essor de l'activité économique et l'absorption des capacités inutilisées, la Banque s'est efforcée, jusqu'au milieu de novembre 1997, de modérer quelque peu les conditions monétaires très expansionnistes qu'elle avait favorisées plus tôt pour contrer les effets des compressions budgétaires. Après avoir relevé de 25 points de base le taux officiel d'escompte à la fin juin afin de freiner une nouvelle détente des conditions monétaires provoquée par la faiblesse du taux de change, la Banque a de nouveau majoré le taux d'escompte de 25 points de base le 1<sup>er</sup> octobre

7. Les données des prêts personnels sont obtenues à partir des relevés des avoirs des institutions financières; elles ne rendent donc pas compte des prêts cédés à des établissements non financiers.

Monetary conditions index  
Indice des conditions monétaires

Wednesdays, January 1987 = 0  
Données des mercredis, janv. 1987 = 0



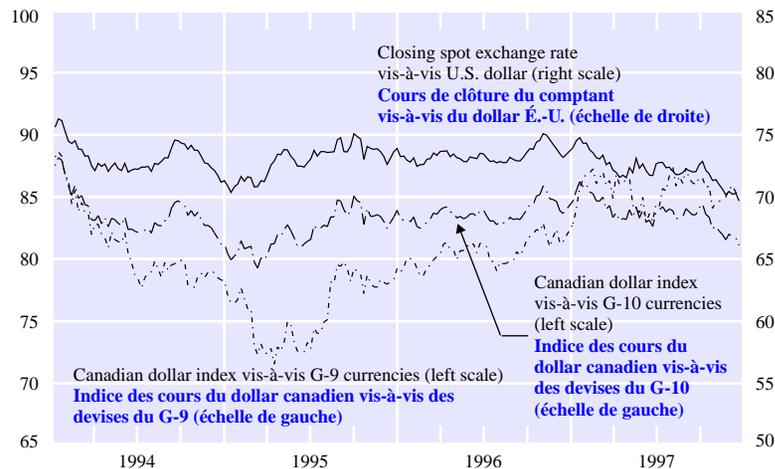
This index is calculated as the change in the 90-day commercial paper rate since January 1987 plus one-third of the percentage change in the effective exchange rate of the Canadian dollar against the other G-10 currencies since January 1987.

On obtient cet indice en additionnant la variation du taux du papier commercial à 90 jours depuis janvier 1987 et le tiers de la variation, établie en pourcentage, du cours effectif du dollar canadien par rapport aux autres monnaies des pays du G-10, également depuis janvier 1987.

Canadian dollar exchange rate  
Taux de change du dollar canadien

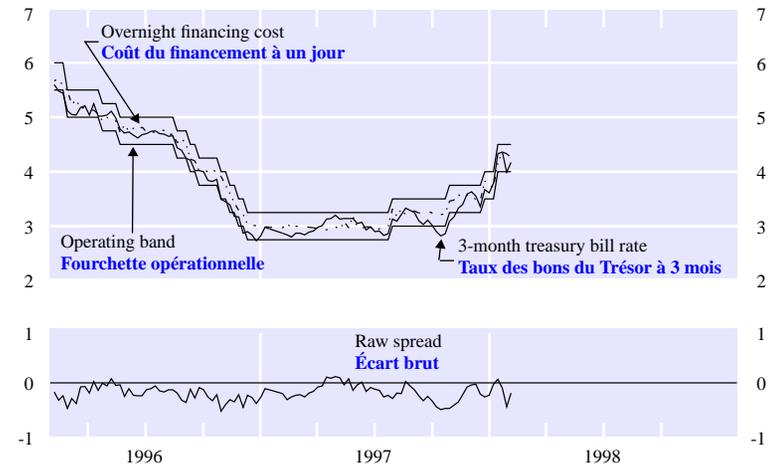
1981 = 100, Wednesdays  
1981 = 100, données des mercredis

In U.S. cents  
En cents É.-U.



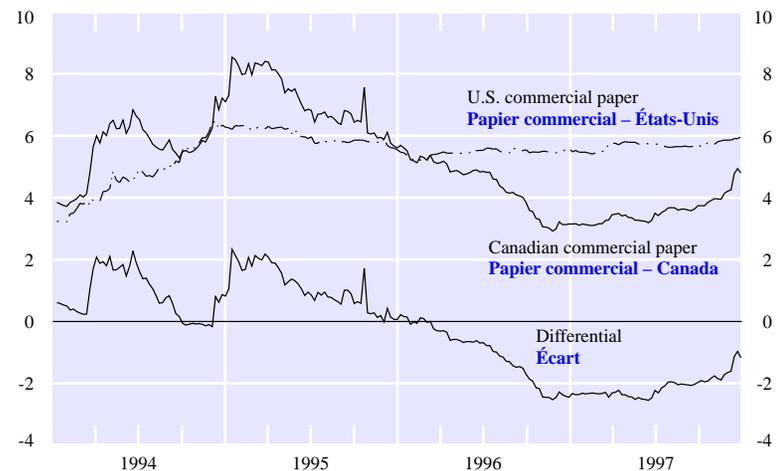
3-month treasury bill rate and overnight financing cost  
Taux des bons du Trésor à 3 mois et coût du financement à 1 jour

Weekly  
Données hebdomadaires



90-day interest rates—Canada and the United States  
Taux d'intérêt à 90 jours—Canada et États-Unis

Wednesdays  
Données des mercredis



was taken to moderate the degree of stimulus in view of rapid money supply growth and further evidence that the economic expansion was becoming more self-sustaining. Monetary conditions,<sup>8</sup> which had fluctuated between -6.0 and -5.0 during the first half of 1997, moved

***... by tightening modestly in October and offsetting a further easing in November and December stemming from exchange rate depreciation in the wake of the Asian crisis.***

up to between -5.5 and -5.0 for a brief period following this action. Nevertheless, with the Asian-related volatility in global financial markets continuing to affect Canadian markets through late 1997, the Bank Rate was raised by another 25 basis points, on 25 November, to counter excessive monetary easing resulting from currency weakness, and by a further 50 basis points, on 12 December, to help settle markets. These actions brought the Bank Rate to 4 1/2 per cent. Monetary conditions, which had fallen towards -6.0 in late November, have since moved up to between -5.25 to -5.0.

Exchange rate movements have generally tended to push monetary conditions in the direction of further easing over the past six months. After a short-lived rally through the second half of September, the Canadian dollar has weakened since early October, primarily vis-à-vis the U.S. currency. Factors that may have played a role include the swing in Canada's current account position, which partly reflects reduced growth prospects in Asia and softer world commodity prices, and the usual year-end selling of the Canadian dollar by corporate accounts. Pressure from these factors pushed the currency to a low of 69 1/2 cents (U.S.) on 29 December. It recovered somewhat in early January to a level around 70 cents (U.S.). On a trade-weighted basis against the major G-10 currencies, the Canadian dollar has depreciated by less than against the U.S. currency. Indeed, because of the sharp appreciation of the U.S. dollar against other major currencies over this period, the Canadian dollar has strengthened against the other major (G-9) currencies.

8. Monetary conditions capture the combined effect of interest rates and the exchange rate on aggregate demand.

pour le porter à 3 3/4 %. Cette mesure visait à modérer le degré d'assouplissement des conditions monétaires face à la progression rapide de la masse monétaire et à de nouvelles indications que l'expansion économique était bien engagée. L'indice des conditions monétaires<sup>8</sup>, qui avait oscillé entre -6,0 et -5,0 au premier semestre de 1997,

***... en les resserrant légèrement au mois d'octobre et en compensant une nouvelle détente survenue en novembre et décembre par suite de la dépréciation enregistrée par le dollar dans le sillage de la crise asiatique.***

s'est ainsi orienté à la hausse pour se situer entre -5,5 et -5,0 pendant une courte période. Cependant, les marchés canadiens continuant de se ressentir jusqu'à la fin 1997 de la volatilité des marchés financiers mondiaux à laquelle a donné lieu la crise asiatique, le taux d'escompte a été relevé une fois de plus de 25 points de base, le 25 novembre, afin de contrecarrer un assouplissement trop prononcé des conditions monétaires découlant de la faiblesse du dollar, et de nouveau le 12 décembre, cette fois de 50 points de base, pour calmer les marchés. Ces interventions ont porté le taux officiel d'escompte à 4 1/2 %. L'indice des conditions monétaires, qui était tombé aux alentours de -6,0 à la fin novembre, est remonté depuis et oscille entre -5,25 et -5,0.

Les fluctuations du taux de change ont généralement eu tendance à favoriser une détente plus marquée des conditions monétaires au cours du dernier semestre. Après avoir connu un redressement de courte durée pendant la deuxième quinzaine de septembre, le dollar canadien a recommencé à reculer début octobre, surtout par rapport à la devise américaine. Cet état de choses semble attribuable à plusieurs facteurs, dont le mouvement du solde de notre balance courante, qui reflète en partie l'amenuisement des perspectives de croissance en Asie et l'affaiblissement des cours mondiaux des produits de base, et les ventes habituelles de dollars canadiens effectuées en fin d'année par les entreprises. Sous la pression de ces facteurs, le dollar a touché un creux de 69 1/2 cents É.-U. le 29 décembre. Il s'est raffermi quelque peu début janvier pour osciller autour des 70 cents É.-U. Sur la base de son cours pondéré en fonction des échanges commerciaux, le dollar canadien a perdu moins par rapport aux monnaies des principaux pays du Groupe des Dix que vis-à-vis de la devise américaine. De fait, grâce à la vive appréciation du dollar É.-U. comparativement aux autres grandes monnaies au cours de cette période, le dollar canadien s'est redressé par rapport aux autres grandes monnaies des pays du Groupe des Neuf.

8. Les conditions monétaires traduisent l'effet combiné des taux d'intérêt et du taux de change sur la demande globale.

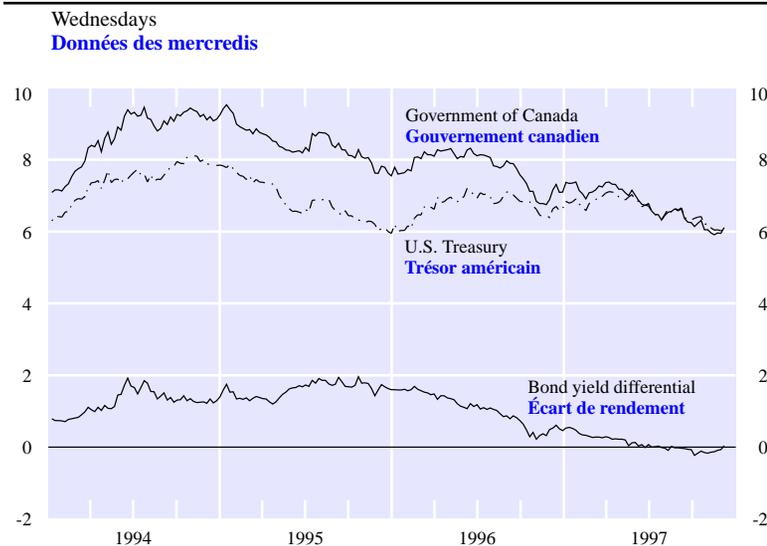
***Short-term interest rates have risen over the past six months but longer-term rates have declined to their lowest levels in many years.***

Short-term money market rates moved up substantially over the past six months, generally in anticipation of policy action by the Bank of Canada. However, rates on medium-term maturities are now somewhat lower than they were six months ago (having recently reversed earlier increases), and longer-term yields have continued to decline. With U.S. short-term interest rates relatively stable and with U.S. bond yields generally declining by more than Canadian

yields, there was a significant narrowing of the negative Canada-U.S. differential across the maturity spectrum, but especially at the short end. The spread on 30-year government bonds, which had turned slightly negative around the time of the last commentary (July 1997), is currently at zero.

Chartered banks' prime rates have risen by 125 basis points since July. Over the same period, one-year mortgage rates rose by 120 basis points. Five-year mortgage rates, however, have on balance declined slightly since July, to levels that are near 30-year lows.

Government 30-year bond yields—Canada and the United States  
**Rendements des obligations d'État à 30 ans — Canada et États-Unis**



***Les taux d'intérêt à court terme ont augmenté au cours des six derniers mois, mais les taux à plus long terme sont tombés à leurs plus bas niveaux depuis de nombreuses années.***

Les taux à court terme du marché monétaire ont fortement augmenté au cours des six derniers mois, généralement en prévision d'une intervention de la Banque du Canada. Toutefois, les taux à moyen terme sont maintenant légèrement plus bas qu'il y a six mois (les hausses passées ayant été inversées récemment), alors que les rendements à long terme ont continué de chuter. Les taux d'intérêt américains à court terme étant relativement stables et les rendements des obligations

américaines baissant plus que ceux des obligations canadiennes, l'écart négatif entre les taux canadiens et leurs pendants américains s'est considérablement rétréci sur toute la gamme des échéances, mais surtout sur le court terme. L'écart de rendement entre les obligations d'État à 30 ans canadiennes et américaines, qui était devenu légèrement négatif au moment du dernier commentaire (juillet 1997), est actuellement nul.

Le taux de base des prêts bancaires a augmenté de 125 points de base depuis juillet. Au cours de la même période, les taux des prêts hypothécaires à un an ont été relevés de 120 points de base. Les taux des prêts hypothécaires à cinq ans se sont toutefois légèrement repliés depuis juillet, pour tomber à des niveaux voisins des taux les plus bas observés au cours des 30 dernières années.